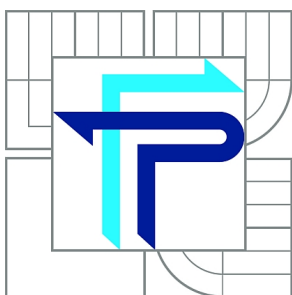




VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ
BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



FAKULTA PODNIKATELSKÁ
ÚSTAV MANAGEMENTU

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT
INSTITUTE OF MANAGEMENT

FUNDAMENTÁLNÍ AKCIOVÁ ANALÝZA (PEGAS NONWOVENS)

FUNDAMENTAL SHARE ANALYSIS(PEGAS NONWOVENS)

BAKALÁŘSKÁ PRÁCE
BACHELOR'S THESIS

AUTOR PRÁCE
AUTHOR

TOMÁŠ PAVLÍK

VEDOUCÍ PRÁCE
SUPERVISOR

doc. Ing. ZDENĚK SOJKA, CSc.

BRNO 2013

ZADÁNÍ BAKALÁŘSKÉ PRÁCE

Pavlík Tomáš

Ekonomika a procesní management (6208R161)

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č.111/1998 o vysokých školách, Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně a Směrnicí děkana pro realizaci bakalářských a magisterských studijních programů zadává bakalářskou práci s názvem:

Fundamentální akciová analýza (Pegas Nonwovens)

v anglickém jazyce:

Fundamental Share Analysis(Pegas Nonwovens)

Pokyny pro vypracování:

Úvod

Vymezení problému a stanovení cílů práce

Metodologie

Teoretická východiska

Analýza problémů a jejich řešení

Formulace návrhu řešení

Závěr

Seznam použité literatury

Přílohy

Seznam odborné literatury:

BREALEY, R. A. a S. C. MYERS. Teorie a praxe firemních financí. 4. vydání Praha: EAST Publishing, s.r.o., 1999. ISBN 80-85605-24-4.

GLADIŠ, D. Naučte se investovat. 1. vydání Praha: Grada Publishing, a.s., 2004. ISBN 80-247-0709-8.

JÍLEK, J. Finanční trhy. 1. vydání Praha: Grada Publishing, spol. s r. o., 1997. ISBN 80-7169-453-3.

MUSÍLEK, P. Finanční trhy a investiční bankovnictví. 1. vydání Praha: ETC Publishing, 1999. ISBN 80-86006-78-6.

REJNUŠ, O. Teorie a praxe obchodování s cennými papíry. 1. vydání Praha: Computer Press, 2001. ISBN 80-7226-571-7.

REJNUŠ, O. Finanční trhy. 3. rozšířené vydání Ostrava: KEY Publishing, s.r.o. 2011. ISBN 978-80-7418-128-3.

Vedoucí bakalářské práce: doc. Ing. Zdeněk Sojka, CSc.

Termín odevzdání bakalářské práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2012/2013.

L.S.

prof. Ing. Vojtěch Koráb, Dr., MBA
Ředitel ústavu

doc. Ing. et Ing. Stanislav Škapa, Ph.D.
Děkan fakulty

V Brně, dne 22.05.2013

Abstrakt

Předmětem této bakalářské práce je fundamentální analýza akcií společnosti PEGAS NONWOVENS SA za pomoci využití veřejně dostupných zdrojů navazujících na danou akcii. Tato práce dále obsahuje teoretický popis metod použitelných pro fundamentální analýzu následovaný praktickou částí, která se zabývá použitím fundamentálních metod ke stanovení hodnoty jednotlivé akcie.

Abstract

The main topic of this bachelor thesis is a fundamental analysis of the shares of the company PEGAS NONWOVENS SA, made by using the publicly accessible information about the company. This thesis also includes theoretical description of the methods which are usable for the fundamental analysis. Then I'll apply this theoretical knowledge in the practical part of the thesis in order to evaluate the price of shares.

Klíčová slova

Fundamentální analýza, fundament, akciový trh, investice, akcie, oceňování podniku

Key words

Fundamental analysis, fundament, stock market, investment, share, company evaluation

Bibliografická citace

PAVLÍK, T. *Fundamentální akciová analýza (Pegas Nonwovens)*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2013. 60 s. Vedoucí bakalářské práce doc. Ing. Zdeněk Sojka, CSc..

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že předložená bakalářská práce je původní a zpracoval jsem ji samostatně. Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem ve své práci neporušil autorská práva (ve smyslu Zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně dne 24. května 2013

.....

Tomáš Pavlík

Poděkování

Touto cestou bych chtěl poděkovat panu doc. Ing. Zdeňku Sojkovi, CSc., vedoucímu mé bakalářské práce, za ochotu poskytnou mi odbornou pomoc a cenné připomínky.

Obsah

Úvod	10
Vymezení problému, stanovení cíle a metodologie práce	11
1 Teoretická východiska.....	12
1.1 Investice.....	12
1.1.1 Rozdělení investičních aktiv.....	12
1.2 Finanční trh.....	13
1.2.1 Funkce finančního trhu.....	13
1.2.2 Rozdělení finančního trhu	14
1.3 Členění trhu s cennými papíry	17
1.3.1 Trhy primární.....	17
1.3.2 Trhy sekundární	18
1.4 Definování akcie	19
1.4.1 Dělení akcií dle druhu	20
1.4.2 Členění akcií dle jejich formy.....	20
1.5 Fundamentální analýza.....	21
1.5.1 Makroekonomická analýza.....	22
1.5.2 Oborová analýza	26
1.5.3 Analýza jednotlivých společností	27
2 Analýza problémů a jejich řešení.....	34
2.1 Globální analýza	34
2.1.1 Vývoj reálného výstupu ekonomiky	34
2.1.2 Fiskální politika vlády	35
2.1.3 Peněžní nabídka	36
2.1.4 Úrokové sazby	37

2.1.5	Inflace	38
2.1.6	Mezinárodní pohyb kapitálu	40
2.1.7	Kvalita investičního prostředí	41
2.2	Oborová analýza	41
2.2.1	Charakteristika	41
2.2.2	Vývoj tržeb v oboru ostatních textilií	42
2.2.3	Výsledek hospodaření textilního průmyslu	43
2.2.4	Zaměstnanost a produktivita práce v oboru	43
2.2.5	Výroba netkaných textilií	44
3	Formulace návrhu řešení	45
3.1	Charakteristika společnosti PEGAS NONWOVENS SA	45
3.1.1	Produkce a výrobní kapacita společnosti	46
3.1.2	Struktura akcionářů	46
3.1.3	Představenstvo	47
3.1.4	Finanční analýza	48
3.2	Výpočet vnitřní hodnoty společnosti PEGAS NONWOVENS SA	50
3.2.1	Vstupní data	50
3.2.2	Dividendový diskontní model	51
3.2.3	Ziskové modely	51
3.2.4	Bilanční model	52
3.2.5	Historické modely	52
	Závěr	53
	Seznam použité literatury	55
	Seznam obrázků, grafů a tabulek:	59
	Seznam příloh:	60

Úvod

Snaha jedince uchovat hodnotu svých naspořených investic, popřípadě dosáhnout samotného zhodnocení úspor, vede k všeobecné potřebě sebevzdělávat se v oboru investičních aktivit. Tento fakt je hlavním důvodem, proč jsem se rozhodl v této akademickou práci zaměřit na téma investování na akciových trzích, které ve své podstatě přináší neomezenou možnost zhodnocení, přičemž nejkrajnějším rizikem je ztráta celé částky do investice vložené. Samotná investice tedy nabízí neomezený výnos, ovšem limitovaný ztrátou. S vlastněním akcie se pojí výhody potenciálního zisku na prodeji akcie, nárok na podíl ze zisku společnosti ve formě dividendy a hlasovací právo, které může ovlivňovat další vývoj a chování společnosti.

Investor při svém investičním rozhodování vytváří predikce založené na sledování trendů odehrávajících se na finančním trhu jako celku a trendů probíhajících v dané společnosti, do které plánuje investici. Na základě vytvořených predikcí odhaduje vnitřní hodnotu společnosti a tu porovnává s tržní hodnotou, to může vést k nákupu akcie, případně prodeji, nebo držení titulu (pakliže investor již danou akcií vlastní). Ke stanovení hodnoty akcie může investor využít různé metody a analýzy. Těmi mohou být: psychologická analýza, technická analýza a fundamentální analýza, tyto metody ovšem nejde brát za čistě exaktní, jelikož do jisté míry odráží subjektivní očekávání investora. Díky subjektivnímu vnímání jednotlivých faktorů ovlivňujících investici se také liší samotné jednotlivé instrumenty investorů pro stanovení hodnoty dané akcie.

Pro další potřeby analýzy hodnoty akcie bude použita fundamentální analýza. Tato analýza je především vhodná ke středně až dlouhodobému plánování investice, kdy za pomoci analýzy různých faktorů ovlivňujících cenu akcie vytváříme vnitřní hodnotu akcie a tu posléze konfrontujeme s tržní hodnotou akcie.

Vymezení problému, stanovení cíle a metodologie práce

Hlavním cílem této bakalářské práce je stanovit vnitřní hodnotu akcie společnosti PEGAS NONWOVENS SA za použití fundamentální analýzy. V průběhu zpracování fundamentální analýzy budou použity tyto metody výpočtu vnitřní hodnoty: ziskové modely, dividendové diskontní modely, historické modely a bilanční modely. Na základě konfrontace vnitřní hodnoty akcie s tržní cenou akcie dojde k investičnímu doporučení.

První část bakalářské práce se bude věnovat teoretickému popisu všech postupů nezbytných pro vypracování fundamentální analýzy a následně stanovení vnitřní hodnoty. Budou zde charakterizovány jednotlivé pojmy, jako jsou investice, finanční trhy a akcie. Převážná část pak bude věnována teoretickému popisu fundamentální analýzy, která bude dále rozčleněna na části: globální analýza, oborová analýza a analýza společnosti.

Ve druhé části budou aplikované teoretické poznatky na konkrétní akciový titul, tím bude společnost PEGAS NONWOVENS SA. Za pomoci analýzy fundamentů v jednotlivých sektorech (globální, oborový, společnosti) bude stanovena vnitřní hodnota akcie.

V závěru bakalářské práce bude předvedeno investiční doporučení investiční doporučení.

1 Teoretická východiska

Tato část bakalářské práce obsahuje definování teoretických poznatků vztahujících se k tématu fundamentální analýzy.

1.1 Investice

Prvním termínem, který bude nutné si stanovit, je investice. Investici je možné definovat jako záměrné podstupování rizika při obětování současných disponibilních prostředků s vidinou jejich zhodnocení v budoucnosti. Jedná se tedy o podstupování rizikového chování, které má nejistý výsledek v čase budoucím (6).

Investice lze realizovat za pomoci nákupu rozličných druhů investičních aktiv. Ty by dle očekávání investorů měly vést k přímému navýšení hodnoty jejich bohatství. K navýšení bohatství může dojít získáním nároku na podíl ze zisku (dividenda u akcie), nebo růstem tržní hodnoty samotné investice (růst ceny nemovitosti). Je ovšem možná i kombinace obou dvou faktorů.

Investice se dají dělit v základu do dvou skupin:

- a) Investice reálná (nákup firemního majetku, výrobního zařízení, komodit, nemovitostí, atd.)
- b) Investice finanční (obligace, nákup cenných papírů)

Je možné si všimnout trendu mezi vyspělostí ekonomiky a jednotlivými poměry mezi investicemi reálnými a investicemi finančními. Na území méně ekonomicky rozvinutých států převládají investice reálné, zato v ekonomicky vyspělých státech převládají investice finanční.

1.1.1 Rozdělení investičních aktiv

Při růstu bohatství se mění poměr poptávky po různých typech investičních aktiv. Obecně se dá říci, že poptávka po aktivech roste, ale u jednotlivých aktiv dochází k jiné rychlosti růstu poptávky (6).

Elasticitou poptávky je možno měřit vývoj poptávky po aktivech vzhledem k vývoji bohatství. Na základě této elasticity lze dělit aktiva do dvou skupin:

- **Nezbytná aktiva** – Poměr množství takového aktiva k rostoucímu bohatství klesá, elasticita je menší než jedna (např. oběživo).

- **Luxusní aktiva** – Poměr množství luxusního aktiva se k rostoucímu bohatství zvyšuje, elasticita je větší než jedna (např. obligace, akcie).

1.2 Finanční trh

Finanční trh je místo, kde se střetává nabídka volných finančních prostředků jedné skupiny, jíž je možno pojmenovat přebytkové jednotky, s poptávkou po finančních prostředcích skupinou druhou, kterou lze pojmenovat deficitní jednotka. Přebytková jednotka propůjčuje své úspory za účelem zvýšení budoucí hodnoty svého majetku, přičemž podstoupení takového chování sebou přináší riziko. Deficitní jednotka se snaží za pomoci finančních trhů uspokojit své potřeby, ať již k financování běžného provozu, který není schopna nadále financovat z běžných aktivit, nebo k realizaci investičních plánů, s jejichž pomocí očekává navýšení budoucích příjmů a tím i schopnost pokrýt dodatečné výdaje za cizí kapitál (9).

Do procesu směny volných finančních prostředků vstupuje třetí člen, skupina bankovních a nebankovních zprostředkovatelů. Jejich úkolem je pomoc při finančních přesunech mezi předchozími jednotkami s pokud možno minimálními transakčními poplatky. Podstatnou činností, kterou tento mezičlánek mezi přebytkovou jednotkou (investorem) a deficitní jednotkou (dlužníkem) vykonává, je eliminace rizika. Eliminace rizika je možné dosáhnout diverzifikací investované částky, přezkoumáním bonity dlužníka atd. (9).

Finanční trhy jsou tedy indikátorem finančního vývoje daného územního celku a jsou použitelné pro predikci budoucího vývoje. Zastávají funkci hodnototvornou a jejich funkce je zcela nenahraditelná pro fungující tržní ekonomiku.

1.2.1 Funkce finančního trhu

Finanční trh dle Veselé (9) vykonává následující funkce:

- a) **Shromažďovací** – Dochází k dočasnému nashromáždění finančních prostředků, což je důležitým východiskem k možnosti další distribuce těchto prostředků.
- b) **Alokační** – Zajištění přesunu volných peněžních prostředků mezi deficitní a přebytkovou jednotkou. Tento přesun musí splňovat kritéria v podobě míry rizika, výnosu a likvidity.
- c) **Likvidity** – Poskytnutí možnosti další obchodovatelnosti aktiva.

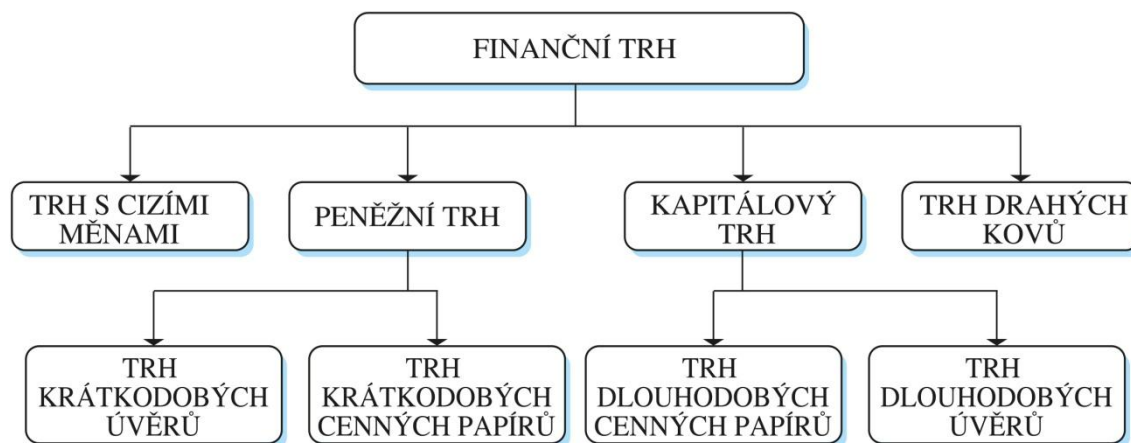
- d) Cenotvorná – Střet nabídky a poptávky na finančních trzích stanovuje cenu daného aktiva.
- e) Diverzifikace rizika – Za pomoci investování volných finančních prostředků do většího spektra produktů může investor dosáhnout rozložení rizika.
- f) Realizace vlastnických práv – Za pomoci tlaku, který investoři vykonávají růstem nebo poklesem ceny aktiva (př. akcie), je možno dosáhnout změny v obchodních strategiích firmy, což se může zpětně odrazit na opětovném růstu ceny aktiva.
- g) Funkce uchovatele hodnoty – Schopnost investičních instrumentů bránit znehodnocení peněžních prostředků inflací.

Za hlavní funkci, kterou poskytuje finanční trh, je možné považovat funkci alokační. Kdyby nebylo této funkce, bylo by pro přebytkovou jednotku nesmírně těžké najít vhodnou deficitní jednotku, a pokud by už takovou jednotku našla, bylo by nepravděpodobné, že by zároveň našla takovou jednotku, která by byla ochotná nabídnout nejvyšší cenu za provedenou půjčku (9).

1.2.2 Rozdělení finančního trhu

Strukturu finančního trhu lze definovat dle různých kritérií, takto definované struktury mohou vycházet kupříkladu ze způsobu postupu alokování finančních prostředků na přímé, polopřímé a nepřímé metody alokace. Další významnou metodou je dělení dle druhu investičních instrumentů, které jsou obchodovány na finančním trhu.

Pro vizualizaci rozdělení může být použit obrázek číslo 1.1.



Obrázek č. 1.1: Rozdělení finančního trhu

Vlastní zpracování dle (6, s. 50)

Rozdělení finančního trhu dle obchodovaných finančních instrumentů (6):

a) Peněžní trh

Determinující vlastností peněžního trhu je krátkodobost obchodů, které na peněžním trhu probíhají. Obchodované finanční nástroje mají zpravidla splatnost do jednoho roku. Peněžní trh slouží k možnému setkání přebytkových jednotek, které jsou ochotné dočasně propůjčit přebytečné peněžní prostředky jednotkám deficitním.

Nástroje, obchodované na finančním trhu, jsou charakteristické nízkou mírou rizika a nižší výnosností. Cenné papíry se navíc vyznačují vysokou mírou likvidity.

Peněžní trh napomáhá financování provozního kapitálu podniku, poskytování krátkodobých půjček domácnostem, firmám, dokonce i vládám. Navíc může sloužit jako zdroj kapitálu pro spekulativní nákupy komodit a cenných papírů.

Peněžní trh se člení na dva segmenty:

- **Trh krátkodobých úvěrů** – Umožňuje poskytování krátkodobých úvěrů a vkladů zejména bankami a jinými licencovanými finančními institucemi, zde dochází k možnostem různých variací poskytování mezi jednotlivými bankami, případně mezi centrální bankou a obchodní bankou. Dále umožňuje poskytování obchodních úvěrů mezi jednotlivými podnikatelskými subjekty. Úvěry souvisí nejčastěji s dodáváním zboží nebo služeb. V neposlední řadě sem patří vklady ukládané do obchodních bank obyvatelstvem, podniky, obcemi, popřípadě některou státní agenturou.
- **Trh krátkodobých cenných papírů** – Strana poptávající peněžní prostředky na trhu krátkodobých cenných papírů hledá vhodného kandidáta, kterému by mohla nabídnout finanční nástroje typu: směnek, pokladních poukázek, depozitních certifikátů atd. výměnou za finanční zdroje. Vhodné kandidáty může poptávající strana oslovovat přímo, nebo využít služeb specializovaných finančních institucí.

b) Kapitálový trh

Kapitálový trh je využíván pro obchodování finančních investičních nástrojů s charakterem dlouhodobých finančních investic. Slouží k poskytování dlouhodobých úvěrů a k obchodování dlouhodobých cenných papírů. Kapitálový trh v porovnání s peněžním trhem je rizikovější, ovšem s možností získání vyššího výnosu. Dalším

výrazným rozdílem je, že kapitálový trh je obsáhlejší co do objemu investovaných finančních prostředků.

Rozdělení kapitálového trhu:

- **Trh dlouhodobých úvěrů** – Nejčastějšími poskytovateli dlouhodobých úvěrů bývají banky, případně jiné finanční instituce. S ohledem na objem úvěru bývá požadováno ručení reálným majetkem. Tím může být kupříkladu nemovitost. Do dlouhodobých úvěrů spadají i vklady na dobu delší než jeden rok.
- **Trh dlouhodobých cenných papírů** – Jedná se o trhy, na kterých jsou obchodovány cenné papíry především ve formě akcií nebo dluhopisů. Nejvýznamnější vlastností trhu s dlouhodobými cennými papíry vůči dlouhodobému úvěrovému trhu je možnost jejich převoditelnosti, která umožňuje investorovi kdykoliv držené akcie nebo dluhopisy odprodat a zajistit si tím dostatek finančních prostředků. Možnost snadného prodeje také napomáhá upravování struktury investorova portfolia, což může vést ke snižování rizika při neúspěšné investici.

c) Trh s cizími měnami

Trh s cizími měnami se skládá ze dvou segmentů, mezi kterými existují drobné odlišnosti.

- **Trhy devizové** – Na devizových trzích dochází ke směně bezhotovostní formy měny. Samotný akt směny udává kurz mezi jednotlivými měnami. Důležitými objekty, provádějícími měnové transakce, jsou dealeři obchodních a centrálních bank, dealeři investičních fondů, nebo zprostředkovatelé devizových operací.
- **Trhy valutové** – Na trzích valutových probíhá směna hotovostní formy cizí měny. Akt směny přímo nevytváří kurz mezi měnami. Kurz využívaný na valutovém trhu je odvozován z trhu devizového.

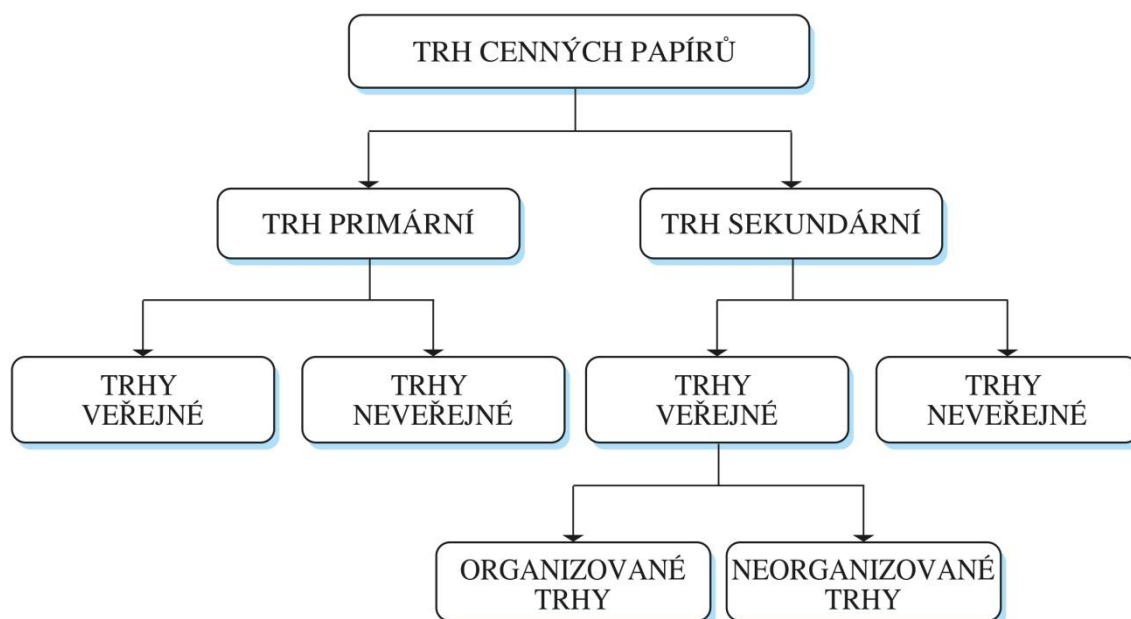
d) Trh drahých kovů

Za nejdůležitější trhy drahých kovů jsou považovány trhy zlata a stříbra, dalšími důležitými trhy jsou trhy paladia a platiny. Při obchodování se zlatem je možné investovat do zlata fyzického nebo do zlatých mincí. Investice do drahých kovů může

sloužit jako spekulace na výrazný krátkodobý růst, ovšem všeobecně jsou drahé kovy v portfoliu používány k vytvoření stabilní zásoby sloužící jako ochrana před inflací.

1.3 Členění trhu s cennými papíry

K členění trhu s cennými papíry lze využít více přístupů. Pro další potřeby této práce využijeme přístup, který uvádí Rejnuš (6). Schematické znázornění na obrázku 1.2.



Obrázek č. 1.2: Členění cenných papírů

Vlastní zpracování dle (6, s. 54)

1.3.1 Trhy primární

Na primárních trzích dochází k prodeji poprvé uvedených cenných papírů na finanční trh. Jedná se o tzv. nové emise cenných papírů.

Cílem primárního trhu je získat nové peněžní zdroje (může se jednat i úspory drobných investorů), které jsou posléze přeměněny na dlouhodobé zdroje. Zdroje získané z primárního trhu slouží k financování investic velkými společnostmi, obcemi, nebo vládním sektorem. Za takto poskytnuté finanční zdroje jsou investorům prodávány nově emitované cenné papíry. Fungování trhů primárních je závislé na funkčnosti trhů sekundárních, jelikož investoři své rozhodnutí o zájmu nákupu nové emise cenných papírů odvíjí od vývoje podobných cenných papírů, nebo předchozích emisí dané

společnosti na trhu sekundárním. Dochází tedy k prodeji cenných papírů, kde peníze získává jejich emitent a zároveň se jedná o prodej prvním nabyvatelům (6).

Trhy primární lze dělit dle typu obchodovatelnosti cenných papírů:

- **Veřejné trhy primární** – Na veřejných primárních trzích má emitent možnost umisťovat cenné papíry více způsoby. Emitent inzeruje chystanou emisi a očekává, že se případní zájemci o emisi přihlásí a odkoupí ji.
- **Neveřejné trhy primární** – Na těchto trzích dojde ke stanovení osobní nebo zprostředkované dohody, během které prodávající nabízí osobě, nebo skupině osob, své cenné papíry. Takto provedené prodeje cenných papírů jsou označovány za uzavřenou emisi. Emitent předem dojedná s potenciálními investory prodej cenných papírů, a dojde-li ke shodě, je již pouze formálně oznámeno, že emise byla uskutečněna. Může nastat specifická situace, kdy všechny nově emitované akcie jsou nabídnuty pouze jedné osobě, která je poté nazývána emisní tvůrce.

1.3.2 Trhy sekundární

Na trzích sekundárních dochází k obchodování cenných papírů, které byly již dříve uvedeny do oběhu. Funkcí sekundárních trhů je stanovení ceny cenného papíru a zajištění likvidity.

Objem sekundárního trhu je tedy rozsáhlejší v případě cenných papírů s dlouhodobou splatností, než je tomu u trhu primárního a to z prostého důvodu, že cenný papír je na primárním trhu prodán pouze jednou, zatímco na sekundárním trhu může být zobchodován vícekrát. U krátkodobých cenných papírů z důvodu jejich krátké životnosti spíše převládá obchodování na primárním trhu.

Trhy sekundární lze dále dělit:

- **Veřejné trhy sekundární** – Slouží k obchodování již dříve emitovaných cenných papírů. Veřejné trhy sekundární je dále možno dělit na trhy organizované a trhy neorganizované.
 - Organizované trhy – Reprezentují je licencovaní organizátoři, kterými jsou burzovní nebo mimoburzovní trhy. Hlavní činnost spočívá v tvorbě nabídky a její následné párování s poptávkou, což vede ke vzniku spravedlivých tržních cen neboli tržních kurzů.

- Neorganizované trhy – Jsou charakteristické obchodováním jednotlivých požadavků investora mezi bankou, případně dealerem s cennými papíry, a druhou institucí, kterou může opět být obchodník s cennými papíry, nebo banka. Takto obchodované papíry může instituce od druhé odkoupit a poté je prodat investorovi, nebo mu přímo prodává cenné papíry na úkor vlastního portfolia. Při obchodování na neorganizovaných trzích se jedná o prodej přes přepážku tzv. OTC-trhy [over the counter markets].
- **Neveřejné trhy sekundární** – Na těchto trzích dochází k obchodování cenných papíru přímo mezi stávajícími vlastníky a potenciálními kupci. Může docházet přímo k prodeji mezi zainteresovanými stranami, nebo s využitím finančních zprostředkovatelů. Obchody jsou uzavírány přímo a za dojednaných podmínek.

1.4 Definování akcie

Akcie je nejčastější formou kapitálového cenného papíru, která představuje podíl na vlastnictví akciové společnosti. Společnost může vydávat akcie za účelem získání peněz pro svůj vznik nebo pro následující rozvoj svých investičních aktivit. Akcie jsou provázány s právy jednotlivých akcionářů. Jednotlivými právy mohou být:

- a) Právo podílet se na zisku
- b) Právo podílet se na řízení společnosti
- c) Právo na podíl z likvidačního zůstatku při zániku společnosti (3)

Osoba, která je již podílníkem (rozuměno podílí se na základním kapitálu společnosti), je oprávněna využívat práva akcionáře i za podmínky, že společnost doposud nevydala zatímni listy, nebo akcie. Takovéto právo si může akcionář nárokovat ke dni zápisu základního kapitálu, na němž se podílí, do obchodního rejstříku (10).

Akcie mohou být vydávány v listinné podobě, nebo v podobě zaknihované. Základní údaje, které musí akcie obsahovat, jsou následující:

- a) Firma a sídlo společnosti
- b) Jmenovitá hodnota akcie
- c) Označení formy akcie; u akcie na jméno musí obsahovat název firmy nebo jméno akcionáře
- d) Výše základního kapitálu a počet akcií k datu emise
- e) Datum emise akcie (2)

1.4.1 Dělení akcií dle druhu

Jílek (3) člení akcie dle druhu:

- **Kmenová akcie** - Je obvykle nesplatný cenný papír, který investorovi zajišťuje variabilní příjem ve formě dividend a v případě prodeje mu může přinést kapitálový zisk nebo kapitálovou ztrátu. Je důležité zdůraznit, že na rozdíl od dluhopisu se nestává první nabyvatel, případně další vlastníci, věřitelem emitenta. Ten proto nemá právní nárok na podíl na zisku a taktéž mu nepřísluší právo na splacení jmenovité hodnoty.
- **Prioritní akcie** – Jsou považovány za hybrida mezi dluhem emitenta a samotnou kmenovou akcií. Hlavním rozdílem mezi kmenovou akcií a prioritní akcií je přednost prioritní akcie při vyplácení podílu na zisku. V případě bankrotu společnosti mají prioritní akcie přednost na likvidačním zbytku vůči akciím kmenovým.

Většinově obchodované akcie jsou akciemi kmenovými.

1.4.2 Členění akcií dle jejich formy

Členění akcií dle jejich formy je uvedeno v obchodním zákoníku (31) pod §156 tímto způsobem:

- **Akcie na jméno** - V tomto případě musí vést společnost seznam akcionářů, ve kterém eviduje jednotlivé informace o akcionářích, firmu nebo název, a sídlo právnické osoby nebo jméno a bydliště fyzické osoby, druh a formu akcie, jmenovitou hodnotu akcie, popřípadě číselné označení akcie a změny těchto údajů. Společnost je povinována vydat svému akcionáři (na základě podání žádosti a úhrady nákladů) opis seznamu všech akcionářů, kteří jsou vlastníky akcií na jméno.
- **Akcie na majitele** - Je neomezeně převoditelná. Práva plynoucí z držení akcie náleží osobě, která ji předloží, nebo té, jež se prokáže písemným prohlášením držitele akcie.

Neomezitelná převoditelnost se může zdát jako výhodná z důvodu zajištění poměrně vysoké likvidity akcie, ovšem střetává se s různým odporem kvůli vysoké netransparentnosti z důvodu nemožnosti rozkrytí vlastníků společnosti.

1.5 Fundamentální analýza

Fundamentální analýza je brána jako jeden z nejdůmyslnějších způsobů analyzování akcií, používá se v praxi při přípravě a stanovení zásadních investičních rozhodnutí. Celá metoda fundamentální analýzy je založená na předpokladu rozdílu tržní ceny akcie a vnitřní hodnoty akcie. Vnitřní hodnota akcie je teoretická hodnota, které by akcie měla dosahovat. Při konfrontaci vnitřní a tržní hodnoty akcie mohou nastat tři stavy: obě hodnoty se shodují, případně tržní cena je vyšší než vnitřní cena – dochází k nadhodnocení akcie, nebo je tržní cena nižší než cena vnitřní – dochází k podhodnocení akcie (6).

Z předchozího textu je tedy zřejmé, že je nutné správně definovat a pochopit termín vnitřní hodnota akcie, jinak není možné správně vypracovat fundamentální analýzu. Vnitřní hodnotu lze definovat jako subjektivní ohodnocení akcie libovolným účastníkem akciového trhu. Takto vytvořené ohodnocení je z krátkodobého hlediska neměnné, jelikož odráží názory a informace, které investor ke stanovení hodnoty použil a dokud nezíská nové informace, které by ho vedly k přehodnocení hodnoty, nemá žádný důvod ke změně předpokládané vnitřní hodnoty.

Na grafu číslo 1.1 je možné porovnat vývoj tržního kurzu s krátkodobě neměnnou vnitřní hodnotou akcie.



Graf č. 1.1: Vztah akciového kurzu s vnitřní hodnotou

Vlastní zpracování dle (6, s. 216)

Pro výpočet vnitřní hodnoty každý investor využívá rozdílné modely a rozdílné informace. Zjištěným informacím přiřazuje jinou důležitost. Proto se takto vypracovaná vnitřní hodnota jedním investorem může výrazně lišit od vnitřní hodnoty stanovené investorem druhým. Na trhu tedy neustále dochází ke střetu jednotlivých vnitřních hodnot, vytvořených subjekty pohybujícími se na akciovém trhu. Tyto střety očekávaných hodnot vytváří tržní kurz akcie (6).

Při použití fundamentální analýzy je třeba zaměřit se na širší okolí společnosti a ne jen na společnost jako takovou, jelikož společnost neexistuje ve vzduchoprázdnu a je ovlivňována výsledky podnikání odvětví, ve kterém se pohybuje a makroekonomickými výsledky. Fundamentální analýzu je možné rozdělit do tří úrovní (7):

- **Makroekonomická analýza** – Analyzování ekonomiky jako celku, zkoumání vlivu změny makroekonomických dat na vývoj akciového kurzu.
- **Oborová analýza** – Zkoumání a detailní charakterizování specifických vlastností jednotlivých oborů (odvětví) a dopad těchto specifíků na akciové kurzy.
- **Analýza jednotlivých společností** – Ohodnocení nejdůležitějších vnitřních parametrů sledovaných podniků.

Investor se rozhoduje na základě své investiční strategie. Ta odpovídá zvolené úrovni analýzy a použité metodě. Investiční strategie může být ovlivňována časovým horizontem, na jaký je investice zamýšlená, objemem dané investice, výnosností, zda se jedná o investici na tuzemském trhu, nebo o investici na trhu zahraničním. Dále také rozhoduje, zda má investor v úmyslu stát se státním majoritním podílníkem, nebo se jedná pouze o portfoliovou investici.

1.5.1 Makroekonomická analýza

Nejdůležitější makroekonomické faktory ovlivňující hospodářskou činnost podniku jsou dle Rejnuše (6):

a) Vývoj reálného výstupu ekonomiky

Akciové trhy jsou silně ovlivňovány jak ekonomickým vývojem státu, tak vývojem celosvětové ekonomiky. Z toho je zřejmá tendence akcií reagovat na hospodářské výkyvy.

Z dlouhodobého hlediska je možné vypořádat, že kolísání kurzu akcie se vrací k původním hodnotám, a tím kopíruje trend hospodářského růstu. Na druhou stranu z krátkodobého hlediska se akciové kurzy jeví jako indikátory pro budoucí ekonomický vývoj. To je způsobené tím, že investoři tvořící odhady budoucích cen akcií pracují s očekávanými výsledky, tudíž o pár měsíců předchází reálný ekonomický vývoj (6).

b) Fiskální politika státu

Pod pojmem fiskální politika státu je možné chápat správu státního majetku, správu dluhů řízení příjmů a výdajů.

V tomto případě kurz akcií ovlivňuje míra zdanění příjmu právnických a fyzických osob, případně dvojí zdanění z důvodu danění dividendového výnosu.

K míře zdanění Rejnuš uvádí: „*Při příliš vysokých daňových sazbách však nastává ještě jeden efekt, tzv. **transfer pricing**. Ten spočívá v tom, že pokud působí na území země nadnárodní holdingy, které mají v řadě států s odlišnými daňovými sazbami své společnosti, realizují prostřednictvím nich velmi výhodné, tzv. skryté kapitálové toky. Ty spočívají v tom, že si jimi ovládané firmy, umístěné v různých zemích, navzájem prodávají zboží a služby za takové ceny a takovým způsobem, aby celá nadnárodní společnost dosáhla jako celek co nejvyššího zisku.*“ (7, s. 47)

Takové chování, při kterém společnost využívá transfer pricing, ovšem záměrně poškozují část společnosti lokalizovanou na území, kde je zavedená vysoká daň. V takovém případě společnost vykazuje minimální, nebo nulové zisky.

Dále může stát vývoj jednotlivých akcií ovlivňovat za pomoci výdajové politiky. Ta může akcie ovlivnit jak pozitivně tak negativně. Pozitivní ovlivnění je možné demonstrovat na získání velké vládní zakázky, která firmě přinese vysoké zisky. Naopak negativním ovlivněním může být neuvážené utrácení státních peněz a tím navyšování rozpočtového deficitu, a to přímo vede k emitování nových vládních dluhopisů, což může postupně vést ke zvyšování úrokových sazeb (7).

c) Peněžní nabídka

Peněžní nabídka je považována za jeden z klíčových faktorů ovlivňující vývoj akciových kurzů.

Můžeme předpokládat, že pokud se centrální banka rozhodne k navýšení peněžní nabídky při zachování konstantní poptávky, nastane jeden ze tří scénářů, přičemž každý z nich směřuje ke stejnému výsledku. K nárůstu kurzu akcií.

- První scénář – Investoři částečně využijí tyto dodatečné peněžní prostředky k investování na akciových trzích, a jelikož nabídku akcií lze považovat za téměř fixní, dojde k růstu kurzů akcií. Tento vliv peněz na akciové trhy je označován jako efekt likvidity.

- Druhý scénář – Růst peněžní nabídky investory podnítí k investování do dluhopisů. Tím vzroste jejich cena a sníží se výnosnost, což zároveň sníží atraktivitu dluhopisů a investoři začnou hledat alternativní aktiva, kterými se částečně stanou i akcie. Důsledkem tohoto scénáře je opět zvýšená poptávka po akciích a růst jejich kurzu.
- Třetí scénář – Předpokládá, že zvýšení peněžní nabídky způsobí pokles úrokových sazeb. Ten podnítí společnosti k investičním aktivitám, čímž se zvýší očekávané zisky a výše v budoucnu vyplácených dividend. To opět povede k růstu tržních cen akcií (6).

d) Úrokové sazby

Úrokové sazby jsou dalším významným faktorem ovlivňujícím kurzy akciových trhů.

Vliv úrokové sazby spočívá v tom, že při jejím růstu dochází k poklesu tržní ceny akcií.

Pokles cen akcií s rostoucí úrokovou mírou lze vysvětlit takto (6):

- Úroková míra slouží k převodu budoucích finančních příjmů na současnou hodnotu, tudíž její zvýšení snižuje hodnotu budoucích příjmů. To se promítne do vnitřní hodnoty akcie, kterou si každý akcionář stanoví, a posléze i do akciového kurzu.
- Navýšením úrokových sazeb dochází ke zvýšení výnosnosti dluhopisů, čímž dochází k odčerpávání peněžních prostředků z akciových trhů za účelem nákupu dluhopisu, jenž díky zvýšené úrokové míře může poskytovat vyšší výnosnost. Z tohoto důvodu mohou akciové kurzy klesat, dokud nedojde k vytvoření nové rovnováhy mezi výnosnostmi akcií a dluhopisů.
- Dalším vysvětlením poklesu cen akcií z důvodu růstu úrokových cen je prodražení externího financování společnosti. To sníží očekávání budoucích zisků společnosti, následkem čehož opět poklesnou ceny akciového kurzu.

Na základě výše uvedených předpokladů je možné usoudit, že při zvýšení úrokových sazeb a za jinak nezměněných podmínek nastává pokles ceny akcií (6).

e) Inlace

Akcie jsou považovány do jisté míry za odolné vůči obdobím se zvýšenou inflací. Tento předpoklad se zakládá na růstu nominálního zisku společnosti a tedy i dividend plynoucích z investice. Dalším předpokladem je navýšení tržní ceny akcie.

Oproti předpokladu růstu tržní ceny akcie stojí ovšem realita, kterou tento trend nedokáže dlouhodobě potvrdit. Zaostávání růstu cen za inflačním růstem může být vysvětleno hypotézou daňového efektu, která pojednává o odepisování zásob a investičního majetku v období inflace. Takto provedené odpisy, které ve většině států vychází z pořizovací ceny majetku, přímo ovlivňují zvýšení daňového zatížení společnosti. Toto negativně ovlivňuje výsledné hospodaření. Podobný výsledek na hodnotu akcie má i oceňování zásob.

Prostředí s vysokou mírou inflace je všeobecně považováno za rizikovější, na základě čehož investoři snižují svojí poptávku, případně snižují vnitřní hodnotu akcie. Takové chování se promítá do snížení tržního kurzu akcie (7).

f) Mezinárodní pohyb kapitálu

Investoři stále častěji využívají ve svých strategiích celosvětového obchodování. Tím se snaží dosáhnout co nejvyššího výnosu při nižší míře rizika. Tendence investovat na různých národních trzích mohou výrazně ovlivňovat cenu jednotlivých akcií, obzvláště jedná-li se o velké fondy investující do menších trhů.

g) Kvalita investičního prostředí

Kvalitu investičního prostředí definuje Rejnuš takto: „*Kvalitu investičního prostředí lze charakterizovat jako všeobecné podmínky, jež buď vzbuzují nebo naopak nevzbuzují důvěru potenciálních investorů k realizaci jimi zamýšlených investic.*“ (6, s. 221)

Faktorů ovlivňujících investiční prostředí je možno najít velké množství. Pro naše potřeby si popíšeme jen některé z nich:

- **Schodky a nerovnováha** – Sledování schodků zahraničního obchodu, státního rozpočtu a dalších vypovídá o trendech ve vývoji ekonomiky. Časté vychylování se z rovnovážného trendu může investorovi napovědět o stabilitě investičního prostředí.

- **Ekonomicko-politické šoky** – Významné události, jež krátkodobě negativně ovlivňují tržní kurzy akcií. Může se jednat o válečné konflikty, surovinové krize a další.
- **Korupce a právní systém** – Zahrnuje všeobecnou úroveň tržního prostředí, sklon jednotlivců ke korupčnímu chování, ale zároveň i funkčnost právního systému a garance nároků na ochranu osobního vlastnictví (6).

1.5.2 Oborová analýza

Oborová analýza se provádí za účelem zkoumání jednotlivých specifíků a faktorů ovlivňujících právě jedno odvětví, případně jeho část. To odpovídá skutečnosti, že každé odvětví může mít jiné chování.

Tato analýza zkoumá charakteristické znaky pro dané odvětví, konkrétně se zaměřuje na svázanost odvětví s hospodářským cyklem. Na základě zkoumaných charakteristik se snaží predikovat budoucí vývojový trend (7).

Dle svázanosti odvětví s hospodářským cyklem dělíme na:

- **Odvětví cyklická** – Jedná se o taková odvětví, která vykazují výborné výsledky v období expanze, přičemž v období recese mají problémy nacházet odbytiště pro své produkty. Společnosti představující cyklické období poskytují takové produkty, u kterých je možné odložit spotřebu. Představiteli mohou být stavební průmysl, strojírenství, doprava atd.
- **Odvětví neutrální** – Neutrální odvětví nebývá silně ovlivněno hospodářským cyklem, zaměřuje se primárně na produkci takových statků, u kterých není možné dlouhodobě odkládat spotřebu. Představitelem tohoto odvětví může být farmaceutický průmysl, potravinářský průmysl, společnosti produkující tabákové a alkoholické výrobky.
- **Odvětví anticyklická** – Vykazuje výborné hospodářské výsledky v období recese. Představitel takového odvětví je poměrně složité najít, může se jednat o produkty extrémně nízké kvality a ceny, schopné substituovat produkty z odvětví neutrálního, kupříkladu potraviny (7).

Díky správnému zařazení společnosti do příslušné skupiny odvětví je investor schopen predikovat budoucí trend a stanovit si vhodné podmínky pro nákup akcie. Při

provádění oborové analýzy je třeba brát v potaz možnost, že dané odvětví může podléhat státní regulaci. Ta může odvětví ovlivňovat pozitivně, například omezením vstupu do odvětví, čímž zabraňuje tvorbě konkurenčního prostředí, nebo negativně. Negativní státní regulace může mít podobu firemních nákladů za účelem ochrany životního prostředí. Stát dále odvětví ovlivňuje případnými subvencemi a dotacemi.

Prognóza budoucího vývoje je stanovena na základě analýzy minulých výsledků, kterými kupříkladu může být historický vývoj tržeb. Dále jsou do prognózy promítnuty očekávané strukturální změny a inovační trendy v odvětví (7).

1.5.3 Analýza jednotlivých společností

Emisi podnikových akcií nelze považovat za kvalitní, dokud z dlouhodobého hlediska nevytváří zisk. K tomu, aby investor určil, zda se jedná o investici splňující kritérium kvality, se nerozhoduje pouze na základě aktuální hospodářské situace, ale zároveň zvažuje stabilitu společnosti s využitím znalosti dlouhodobých hospodářských výsledků. Na základě konfrontace minulých výsledků je investor schopen odhalit a předpovědět budoucí vývojový trend akcie (6).

Pro postup tvorby fundamentální analýzy akciových společností lze za účelem výpočtu vnitřní hodnoty použít více různých druhů analytických metod, přičemž nemusí být vždy žádoucí využít metody všechny. Rozhodnutí o zjednodušení fundamentální analýzy je zcela na investiční strategii investora. Ten se rozhoduje tak, aby dosáhl pokud možno co nejvyšší efektivity práce.

Pro fundamentální analýzu mohou být použity tyto modely:

- Finanční analýza podniku
- Dividendové diskontní modely
- Ziskové modely
- Bilanční modely
- Historické modely

Finanční analýza podniku

Vychází z pohledu do minulosti a zkoumá finanční ukazatele společnosti. Za pomoci této metody je investor schopen zjistit budoucí trendy, nevhodné hospodaření, případně silné stránky společnosti.

a) Ukazatele rentability

Úspěšnost podniku je měřena za pomoci porovnání zisku, jež společnost generuje s ukazateli vypovídajícími o prostředcích nutně vynaložených na dosažení zisku (7).

Rentabilita celkového vloženého kapitálu vypovídá o výnosnosti celkových aktiv. Vyšší hodnota odpovídá lepším finančním výsledkům společnosti (7).

$$(1.1) \quad ROA = \frac{EAT}{\text{Celková aktiva}}$$

Zkratka EAT reprezentuje čistý zisk. Jedná se tedy o zisk snížený o daň.

Dalším ukazatelem s vysokou důležitostí je ukazatel rentability vlastního kapitálu (ROE). Ten spočívá v měření efektivity využívání kapitálu vlastníků. Hodnota ROE určuje poměr čistého zisku vůči peněžním jednotkám vloženými vlastníky podniku. Míra ROE by měla být výnosnější než výnosnost státních dluhopisů (6).

$$(1.2) \quad ROE = \frac{EAT}{\text{Vlastní kapitál}}$$

b) Ukazatele aktivity

Ukazatele této skupiny pracují s údaji jak z rozvahy, tak z výkazu zisků a ztrát a ve své podstatě porovnávají efektivitu hospodaření s aktivy společnosti. Tyto ukazatelé nemusí sloužit jen k ohodnocení společnosti, ale mohou taktéž napomoci při odhalování výkonnosti managementu (6).

Ukazatel obratu celkových aktiv měří efektivnost celkových aktiv v podniku. Jedná se o nejkomplexnější ukazatel aktivity. Vypočtená hodnota obratu celkových aktiv by se měla pohybovat v rozmezí 1,6-2,9.

$$(1.3) \quad \text{Obrat celkových aktiv} = \frac{\text{Celkové tržby}}{\text{Celková aktiva}}$$

Pro výpočet efektivity nakládání s výbavou, budovami a ostatními stálými aktivy společnosti se využívá ukazatel obratu stálých aktiv. Výsledek tohoto poměru by měl optimálně dosahovat hodnoty kolem 5,1 (6).

$$(1.4) \quad \text{Obrat stálých aktiv} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Stálá aktiva v zůstatkových cenách}}$$

c) Ukazatele zadluženosti

Pomocí ukazatele zadluženosti lze zjistit finanční strukturu podniku. Všeobecně se podnik snaží o dosažení optimální míry zadluženosti, která mu umožní nejnižší náklady

na kapitál s pokud možno nejnižším rizikem. Všeobecně platí, že při zvyšujícím se poměru cizího kapitálu dochází ke snižování nákladů na kapitál společnosti, ovšem za zvýšení rizika. Riziko vede k nárůstu požadovaného výnosu z půjček směrem k zadlužené společnosti. Ideální míra zadluženosti se liší dle oboru podnikání a fáze ekonomického cyklu.

Poměrem, ve kterém používá společnost cizí zdroje ke svému financování, lze zjistit ukazatel celkové zadluženosti podniku.

Za akceptovatelnou hodnotu zadlužení je považováno rozmezí 0,3 až 0,5 (7).

$$(1.5) \quad \text{Celková zadluženost} = \frac{\text{Cizí kapitál}}{\text{Celková aktiva}}$$

Zadluženost vlastního kapitálu se udává poměrem, ve kterém je podnik financován z cizích zdrojů vůči vlastním zdrojům. Tento ukazatel by neměl dosahovat hodnoty vyšší nežli 0,7 (6).

$$(1.6) \quad \text{Zadluženost vlastního kapitálu} = \frac{\text{Cizí kapitál}}{\text{Vlastní kapitál}}$$

Ukazatel míry samofinancování poměřuje podíl vlastního kapitálu vůči celkovým aktivům společnosti. Z tohoto ukazatele je možno odvodit, do jaké míry jsou aktiva financována penězi vlastníků společnosti.

Hodnota ukazatele míry samofinancování by měla být vyšší než 0,5. Pakliže je nižší než 0,3, je považována za nevyhovující (6).

$$(1.7) \quad \text{Míra samofinancování} = \frac{\text{Vlastní kapitál}}{\text{Celková aktiva}}$$

Dividendové diskontní modely

Ke stanovení vnitřní hodnoty akcie je investory nejčastěji využívána metoda založená na výpočtu budoucích příjmů. Ty jsou převedeny na současnou hodnotu a napomáhají tak stanovit vnitřní hodnotu akcie.

Pakliže by bylo cílem investovat do akcie pouze na jeden rok, prováděl by se výpočet vnitřní hodnoty jakožto součet dividendy získané během tohoto roku, a současné hodnoty prodejní ceny. Výpočty jsou ovšem jen orientační a je možné je považovat jen za doporučenou cenu (5).

$$(1.8) \quad VH = \frac{D_1 + P_1}{(1 + K_e)}$$

Kde: VH Vnitřní hodnota

D₁ Očekávaná dividendy (první rok)

P_1 Prodejní cena (první rok)
 K_e požadovaná výnosová míra

Požadovanou míru výnosnosti (K_e) si investor stanovuje sám s přihlédnutím k rizikovosti investování do dané akcie za známých podmínek na trhu.

Pro výpočet očekávané prodejní ceny po prvním roce lze použít stejný vzorec, jako k výpočtu vnitřní hodnoty. Vychází se tedy z postupu, při kterém je využit odhad budoucích příjmů na více let. Takové chování může mít za výsledek nepřesné stanovení vnitřní hodnoty a zároveň je jedním z důvodů, proč se mohou dva investoři lišit při stanovování vnitřní hodnoty stejné akcie (5).

$$(1.9) \quad P_1 = \frac{D_2 + P_2}{(1 + K_e)}$$

Kde: P_1 Prodejní cena (první rok)
 D_2 Očekávaná dividendy (druhý rok)
 P_2 Prodejní cena (druhý rok)
 K_e Požadovaná výnosová míra

Při dosazení způsobu výpočtu ceny akcie po jednom roce do výpočtu vnitřní hodnoty akcie lze získat následující rovnici:

$$(1.10) \quad VH = \frac{D_1}{(1 + K_e)} + \frac{D_2 + P_2}{(1 + K_e)^2}$$

Tento vzorec je možné interpretovat jako součet současné hodnoty dividend za dva roky a současné hodnoty prodejní ceny akcie po dvou letech (5).

Jelikož akcie je brána jako nesplacitelný cenný papír, lze předchozí vzorec aplikovat stále dokola až po n -let.

$$(1.11) \quad VH = \frac{D_1}{(1 + K_e)} + \frac{D_2}{(1 + K_e)^2} + \dots + \frac{D_n + P_n}{(1 + K_e)^n}$$

Kde: P_n Prodejní cena (v n roce)

Při stanovování vnitřní hodnoty je důležité pracovat i s potenciálním růstem dividendového výnosu z akcie. Následující vzorec vychází z předpokladu, že bude docházet ke stabilnímu růstu dividendy.

$$(1.12) \quad VH = \frac{D_1}{(K_e - g)}$$

Kde: g očekávaný růst dividend

Vzorec (1.12) je ovšem možno používat jenom v situaci, kdy jsou splněny tyto podmínky: Růstová míra dividend je konstantní a zároveň požadovaná výnosová míra (K_e) je vyšší než očekávaná růstová míra dividend.

Pro výpočet očekávaného růstu dividend lze použít udržovací růstový model. Tento model nám ukazuje, jaký může mít společnost očekávaný růst dividendy.

$$(1.13) \quad g = ROE * B$$

Kde: ROE Výnosová míra vlastního kapitálu

B Míra zadrženého zisku na celkovém dosaženém zisku

Výpočet míry zadrženého zisku lze provést za pomoci této rovnice.

$$(1.14) \quad B = \frac{\text{Čistý zisk na jednu akcii} - \text{Dividenda na jednu akcii}}{\text{Čistý zisk na jednu akcii}}$$

Ziskové modely

Dle Musílka jsou analytiky z vyspělých států mnohem častěji používány ziskové modely, než dividendové diskontní modely (5).

Ziskové modely vychází z ukazatele P_0/E_0 , kdy se dělí kurz akcie ziskem z dané akcie. Jako takový nám podává informaci o tom, kolik investor platí za jednotku zisku.

$$(1.15) \quad P_0/E_0 = \frac{P_0}{E_0}$$

Kde: P_0/E_0 Poměrový ukazatel mezi kurzem akcie a jejím ziskem

P_0 Aktuální tržní cena

E_0 Poslední známý čistý zisk na jednu akcii

Vývoj chování ukazatele P_0/E_0 lze shrnout tak, že při rostoucí inflaci je kladen větší požadavek na vyšší míru výnosu, což se promítá do nižší tržní ceny akcie a taktéž do nižší míry ukazatele P_0/E_0 .

Za akceptovatelnou míru ukazatele P_0/E_0 je považováno číslo nižší než 15. Ovšem při přihlédnutí k ekonomickým cyklům, míře inflace a rizikové míře je možné považovat za přijatelný i výsledek ukazatele do 20 (8).

Pro výpočet vnitřní hodnoty je možno využít vzorce ziskového modelu, který má podobu součinu očekávaného zisku a normální úrovně P/E_N .

$$(1.16) \quad VH = E_1 * P/E_N$$

Kde: E_1 Očekávaný zisk na jednu akcii

P/E_N Normální úroveň P/E

Pro výpočet vzorce (1.16) je potřeba stanovit si normální úroveň P/E, To je možné vypočítat dle následujícího vzorce (5).

$$(1.17) \quad P/E = \frac{D_1/E_1}{K_e - g}$$

Kde: P/E Normální úroveň P/E_N
 D₁/E₁ Očekávaná výše dividendového výplatního poměru
 K_e Požadovaná výnosová míra
 g Očekávaná míra růstu dividend

Bilanční modely

Tyto modely vychází z analyzování zveřejněných bilancí. Existuje více typů bilančních modelů, ovšem pro potřeby této práce bude využita jen metoda účetní hodnoty.

Účetní hodnotu jedné akcie je možné zjistit vydělením hodnoty vlastního kapitálu počtem vydaných akcií. Takto získanou hodnotu lze použít při porovnání tržní ceny akcie a účetní hodnoty akcie. Vydělením aktuální tržní ceny akcie účetní hodnotou akcie získáme poměr, který znázorňuje, zda je společnost obchodovaná za vyšší, nebo nižší cenu než je její tržní hodnota (5).

Metodu účetní hodnoty je možné využít k výpočtu minimální hranice ceny akcie, pod kterou by společnost neměla klesnout. Společnosti s nízkým poměrem tržní ceny akcie a účetní hodnoty akcie je možné považovat za bezpečné investice.

$$(1.18) \quad P/BV = \frac{P_A}{BV_A}$$

Kde: P/BV Poměr mezi tržní cenou a účetní hodnotou
 P_A Průměrná tržní cena
 BV_A Průměrná účetní hodnota

Vnitřní hodnotu je možné stanovit vynásobením poměru P/BV očekávanou účetní hodnotou.

$$(1.19) \quad VH = \frac{P}{BV} * BV_1$$

Kde: BV₁ Očekávaná účetní hodnota

Historické modely

Historické modely vychází z porovnávání průměrné historické ceny akcie s jednotlivými veličinami, kterými mohou být tržby, dividendy, účetní hodnota (4).

Vnitřní hodnotu lze stanovit dle modelu P/S, který poměruje historickou tržní cenu akcie s průměrnou historickou výší tržeb na jednu akcii.

$$(1.20) \quad P/S = \frac{P_A}{S_A}$$

Kde: P_A Průměrná historická tržní cena akcie

S_A Průměrná historická výše tržeb

Roznásobením vzorce 1.20 s předpokládanou výší tržeb je možné zjistit výši vnitřní hodnoty.

$$(1.21) \quad VH = \frac{P}{S} * S_1$$

Kde: S_1 Očekávaná výše tržeb

Pro výpočet vnitřní hodnoty akcie z dividend je potřeba stanovit ukazatel P/D, který reprezentuje poměr mezi průměrnou historickou tržní cenou akcie a průměrnou historickou dividendou vyplacenou na jednu akcii.

$$(1.22) \quad P/D = \frac{P_A}{D_A}$$

Kde: D_A Průměrná historická výše dividend na jednu akcii

Vnitřní hodnotu pak lze stanovit vynásobením ukazatele P/D s očekávanou dividendou na akcii pro příští rok (4).

$$(1.23) \quad VH = \frac{P}{D} * D_1$$

Kde: D_1 Očekávaná dividenda na jednu akcii

Margin of safety

V češtině se místo pojmu „margin of safety“ používá termín bezpečnostní polštář. Cílem používání bezpečnostního polštáře je dosažení maximalizace tržní hodnoty portfolia a snížení rizika, které se investorovi skýtá při investování do akcií.

Princip bezpečnostního polštáře spočívá v tom, že investor vynásobí vypočtenou vnitřní hodnotu akcie koeficientem 0,5. Tento koeficient je možné brát jen jako doporučení a investor se jím nemusí řídit. Je ale zřejmé, že pakliže investor během výpočtů vnitřní hodnoty někde pochybí, získá za pomoci bezpečnostního polštáře prostor pro své chyby. Naopak když investor nalezne akcii splňující podmínku tržní hodnoty, která je nižší než vnitřní hodnota snížená o koeficient bezpečnosti, pak má výrazně vyšší šanci k dosažení vyššího zisku (1).

2 Analýza problémů a jejich řešení

V této části bude provedena makroekonomická analýza a analýza oborová. Obě budou dále využity při tvorbě investičního doporučení.

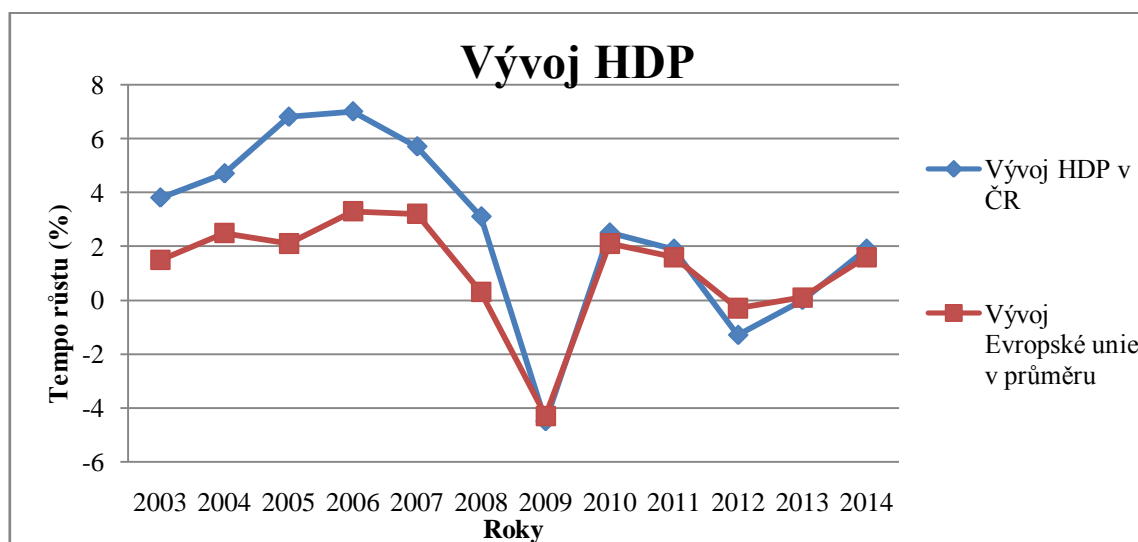
2.1 Globální analýza

Globální analýza zkoumá dopad změny makroekonomických dat na vývoj ceny akcie. Pro vypracování makroekonomické analýzy byly využity veřejně dostupné informace z portálů: Český statistický úřad, Eurostat, Ministerstvo financí Ministerstvo práce.

2.1.1 Vývoj reálného výstupu ekonomiky

Vývoj akciových trhů z dlouhodobého hlediska kopíruje vývoj ekonomiky státu. Vývoj ekonomiky státu je možné sledovat prostřednictvím vývoje hrubého domácího produktu.

Následující graf (Graf č. 2.1) zaznamenává vývoj HDP pro Českou republiku a pro průměr Evropské unie od roku 2003 až po predikci roku 2014. Poslední dva roky jsou pouhou predikcí, a proto se mohou lišit od skutečnosti. Avšak i takováto predikce nám poskytuje nástin jistých očekávání, která na trhu panují, což opět může silně ovlivňovat vývoj trhu.



Graf č. 2.1: Vývoj HDP

Vlastní zpracování dle (12)

Je možné si povšimnout silné korelace vývoje hrubého domácího produktu v České republice s průměrným hrubým domácím produktem Evropské unie. Taktéž je možné si

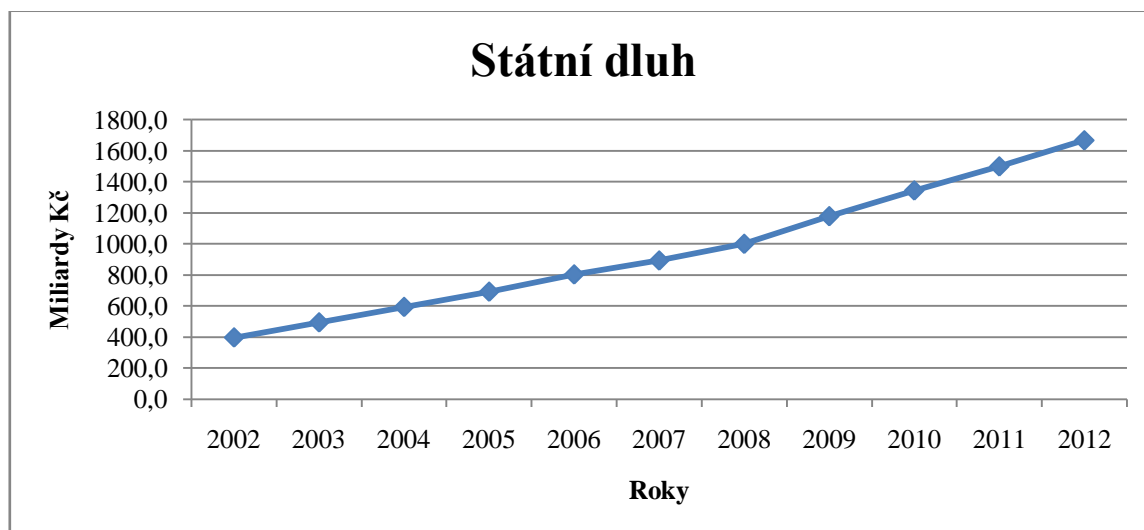
všimnout, že z dlouhodobého hlediska dosahuje ekonomický růst České republiky vyšší míry než evropský průměr. Tento fakt je zapříčiněn nižší ekonomickou vyspělostí našeho trhu, což je možné vnímat jako negativní, ale zároveň i jako pozitivní informaci. Jako negativní lze označit vyspělost investičního prostředí a rizikovost investic. Mezi pozitivní efekty je možné zahrnout pravděpodobnost vyššího zhodnocení investice.

2.1.2 Fiskální politika vlády

Fiskální politika vlády je silným makroekonomickým ukazatelem, za pomoci kterého lze predikovat vývojové trendy celé ekonomiky státu. Hlavními sledovanými tématy jsou míra zdanění, vývoj státního dluhu a tempo zadlužování.

Z hlediska daňového nemůže projít bez povšimnutí zpráva o zrušení zdanění dividend již od roku 2014. Tímto je tedy přímo oslaben efekt snižování zisku z dividend. Dopad zrušení daně z dividend ovšem ve své podobě neovlivňuje daň z dividendy, kterou společnost vyplácí v Lucembursku. Odsouhlasené změny sebou přináší i nevýhodu, kterou je prodloužení testovací doby z 6 měsíců na 3 roky. Testovací doba je období, po kterém je investor zproštěn povinnosti odvádět daň ze zisku z provedené investice. Změna délky trvání testovací doby negativně ovlivňuje potenciál zisku krátkodobého charakteru, ze správného odhadnutí podhodnocení vnitřní hodnoty trhem (14).

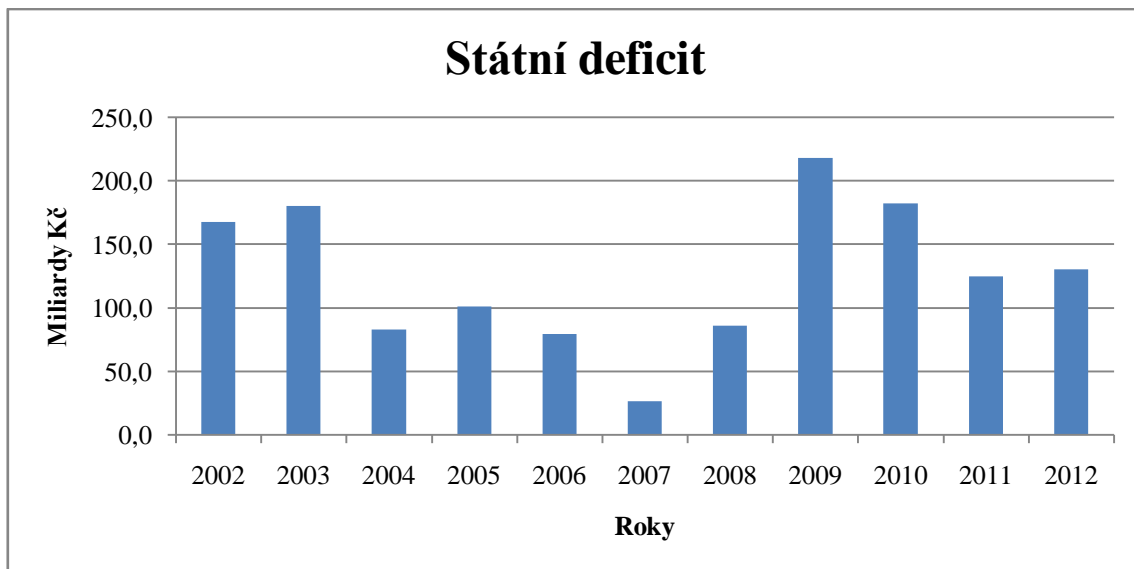
Státní zadluženost má vzrůstající tendenci. Za posledních deset let se státní dluh zečtyřnásobil, přičemž od roku 2008 došlo k zrychlování zadlužení ČR (Graf č. 2.2).



Graf č. 2.2: Státní dluh

Vlastní zpracování dle (16)

Česká Republika dosahovala státního deficitu i v růstové fázi ekonomického cyklu. Není proto překvapením, že během útlumové fáze došlo k výraznému navýšení deficitu. Je nutno dodat, že vláda má snahu dosáhnout vyrovnaného státního rozpočtu, což je možné sledovat od roku 2009 (Graf č. 2.3).

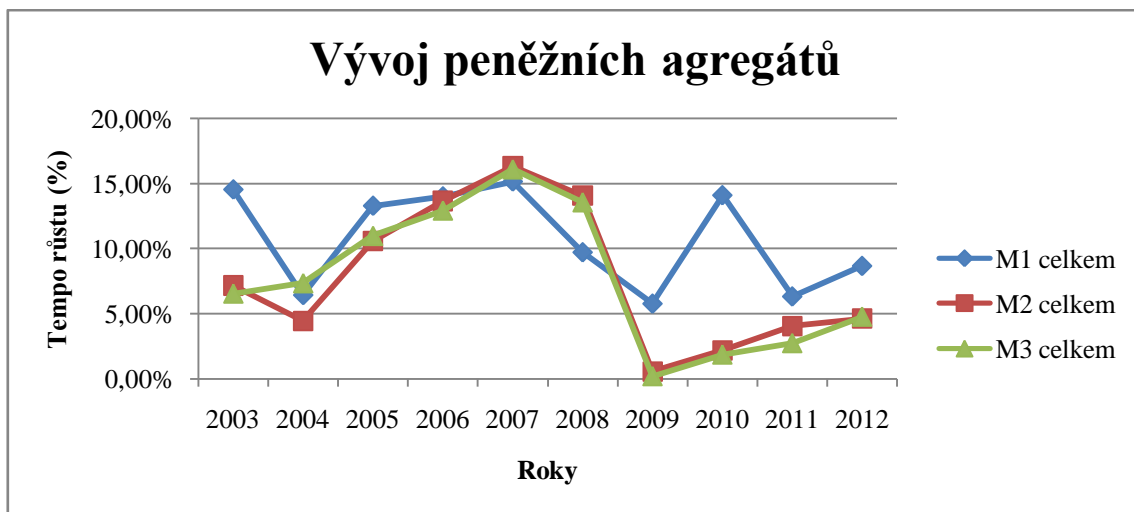


Graf č. 2.3: Státní deficit

Vlastní zpracování dle (16)

2.1.3 Peněžní nabídka

Porovnáním historických měr růstu tempa peněžních agregátů (Graf č. 2.4), lze konstatovat, že během ekonomického útlumu docházelo ke snaze ČNB omezovat jejich růst. Zlomový byl rok 2009, kdy se opět navrátil pozvolný růstový trend. Z krátkodobého hlediska lze tedy do budoucna očekávat mírné zrychlení tempa růstu, což by se dle poznatků obsažených v první kapitole mělo projevit růstem hodnoty cen akcií.



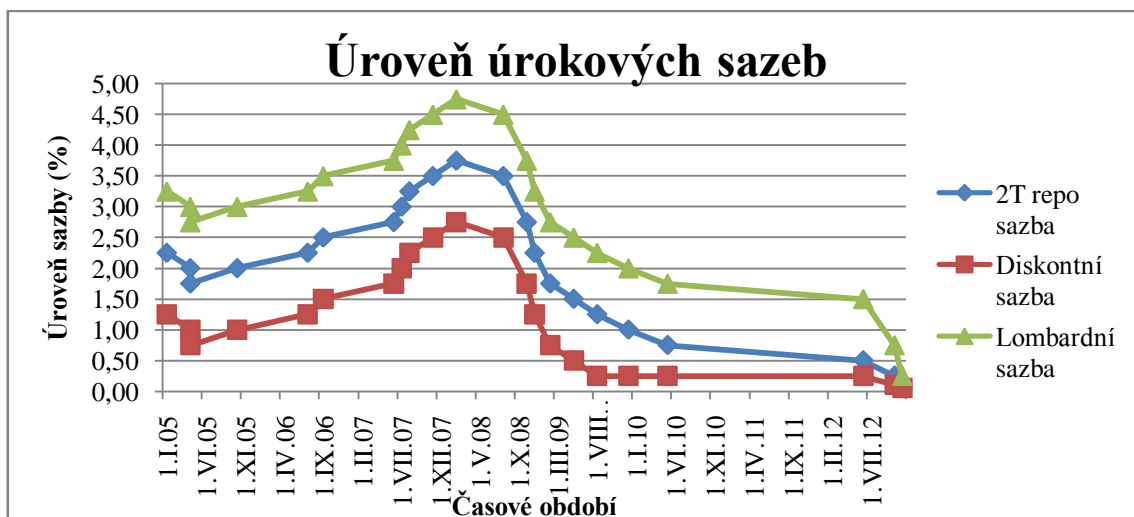
Graf č. 2.4: Vývoj peněžních agregátů

Vlastní zpracování dle (20)

V grafu číslo 2.4 byla použita průměrná data na rok, došlo tedy k eliminacím záporných procentuálních hodnot, tedy přímému stahování peněžních agregátů.

2.1.4 Úrokové sazby

Míra úrokových sazeb je z dlouhodobého hlediska na nejnižších úrovních (Graf č. 2.5), přičemž dle Rejnuše (6) nízká úroveň úrokových měr vede k růstu ceny akcie. Je nutné brát v úvahu, že úrokové míry jsou na nízké úrovni již delší dobu. Nelze tedy očekávat růst hodnoty akcie na základě této informace, spíše naopak je nutné věnovat zvýšenou pozornost možnému poklesu hodnoty akcie z důvodu potenciálního růstu sazeb úrokových měr.

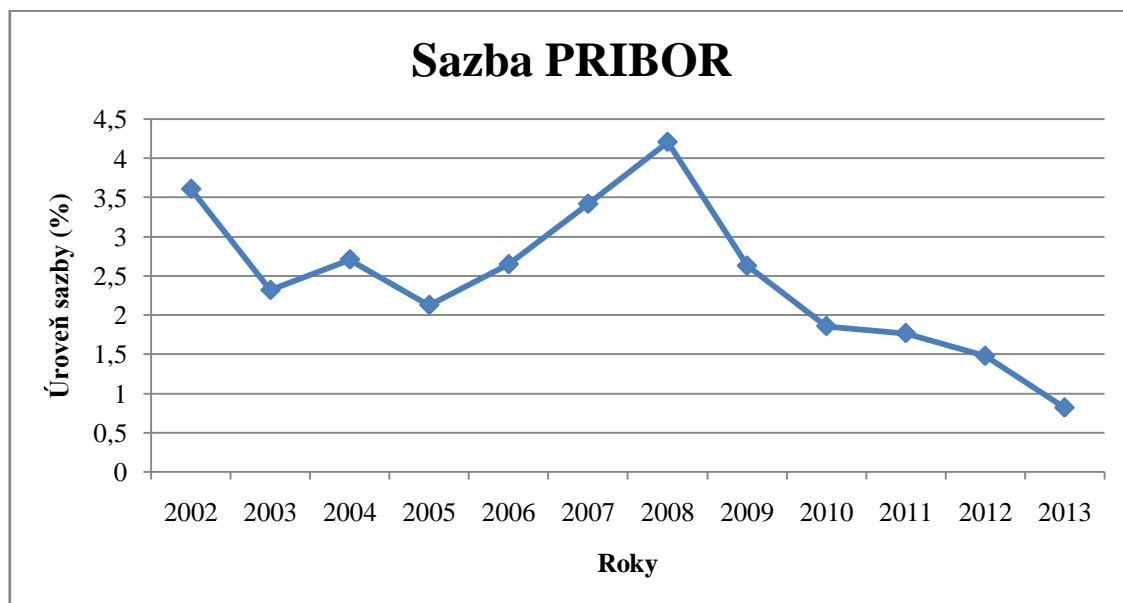


Graf č. 2.5: Vývoj úrokové míry

Vlastní zpracování dle (17)

Další sledovanou úrokovou sazbou je sazba PRIBOR (Prague Inter Bank Offered Rate), sloužící jako úroková sazba, za kterou si na českém mezibankovním trhu poskytují navzájem půjčky jednotlivé banky. Tato míra je klíčová hlavně při stanovení úroku hypoteční půjčky (18).

Sazba PRIBOR se pohybuje na historických minimech (Graf č. 2.6), což opět poukazuje na problém, který byl zmíněn výše, tedy potenciální nebezpečí poklesu hodnoty akcie.

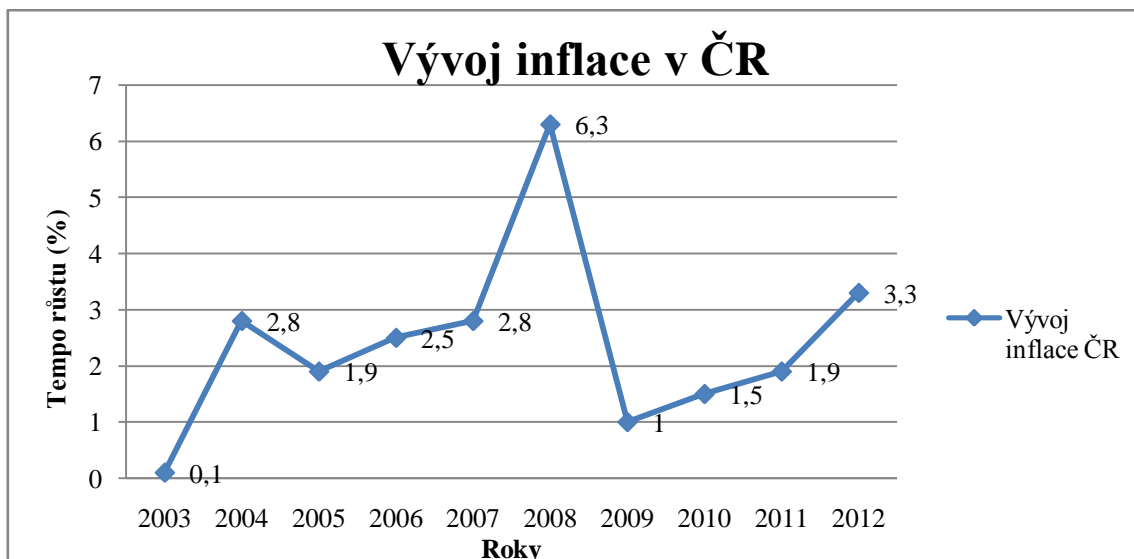


Graf č. 2.6: Sazba PRIBOR

Vlastní zpracování dle (19)

2.1.5 Inlace

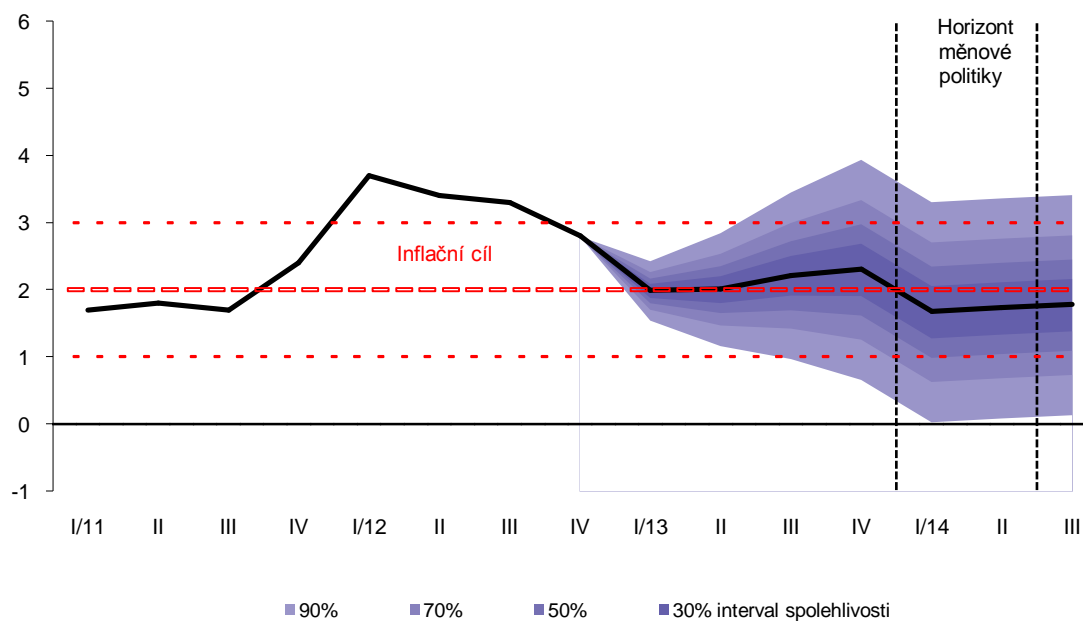
Inlace je sledována za účelem prognózy dalšího vývoje cenových hladin. Výsledky prognóz jsou pak promítnuty do korekce požadované výnosnosti z investice. Pro znázornění inflace je možné využít více způsobů s tím, že jednotlivé metody mohou vést k rozdílným výsledkům inflace a přitom se všechny dají považovat za správné. Tento rozpor mezi výsledky jednotlivých metod je do značné míry závislý na sezónnosti. Pro potřeby této bakalářské práce využijeme data získaná metodou průměrného ročního indexu spotřebitelských cen. Ten vyjadřuje průměrnou procentní změnu cen za dobu 12 měsíců.



Graf č. 2.7: Vývoj inflace v ČR

Vlastní zpracování dle (13)

Zaznamenaný vývoj průměrné roční inflace (Graf č. 2.7) je možné konfrontovat s předpokládaným budoucím vývojem inflace, který sestavuje Česká Národní Banka (Graf č. 2.8). Na základě porovnání historických dat a predikovaných posunů inflace je možné upravit očekávání a požadovanou výnosnost investice.



Graf č. 2.8: Prognóza inflace

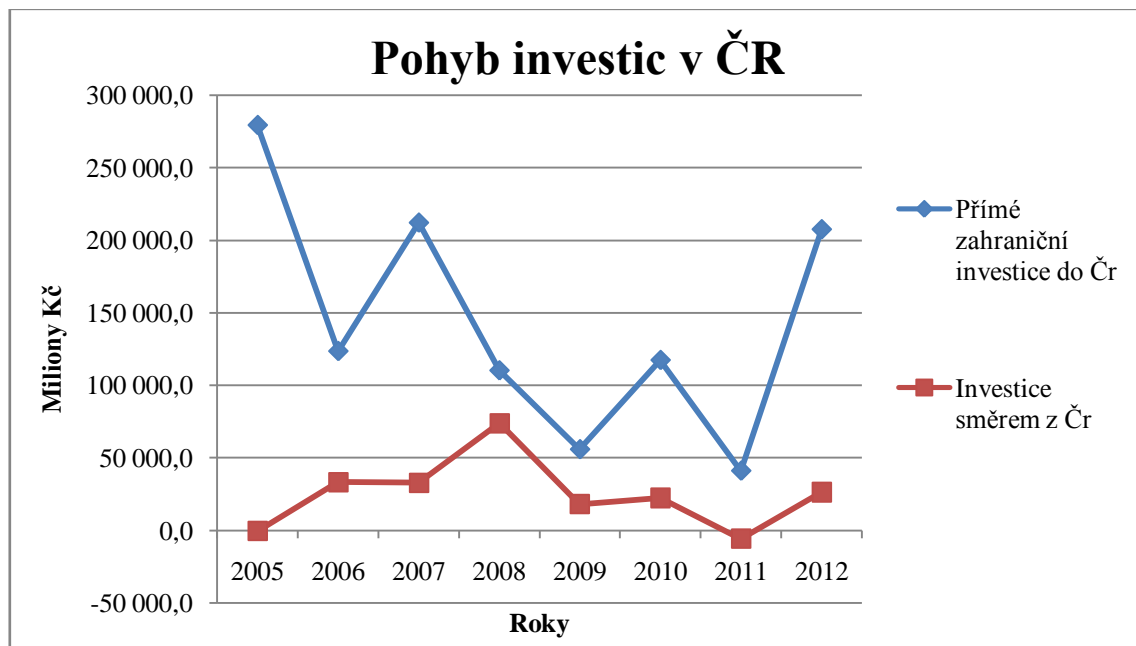
Zdroj: (15)

Graf č. 2.8 znázorňuje pravděpodobnost scénáře. Nejtmavší barvou je znázorněna nejméně pravděpodobná predikce a nejsvětlejší barvou nejvíce pravděpodobná predikce. Horizontální osa reprezentuje časové období a vertikální osa míru inflace v %.

Na základě porovnání inflace z minulých let a predikované inflace na roky budoucí můžeme usuzovat, že se inflace pravděpodobně bude pohybovat kolem dvou procent. Predikovanou míru inflace 2 % ročně lze považovat za stabilní a nízkou. Očekávaná nízká inflace ovlivní požadovanou výnosnost investice a zároveň nám napovídá, že bude možné nákup investice realizovat i přes výsledek ukazatele P_0/E_0 v blízkosti hodnoty 20.

2.1.6 Mezinárodní pohyb kapitálu

Úroveň pohybu investic směrem z České republiky je oproti míře pohybu zahraničního kapitálu směrem do České republiky téměř zanedbatelná. Během roku 2012 (Graf č. 2.9) došlo téměř ke zčtyřnásobení investic, které přišly do ČR, oproti předchozímu roku. Jednalo se tedy o výrazný výkyv, který silným způsobem mohl ovlivnit cenu akcií směrem nahoru. Pro budoucí vývoj je možné předpokládat růstový trend, ovšem již ne s tak silným výkyvem směrem nahoru.



Graf č. 2.9: Pohyb investic v ČR

Vlastní zpracování dle (21)

2.1.7 Kvalita investičního prostředí

Kvalitu investičního prostředí ovlivňují vládní deficity a schopnost vlády ovládat své finanční výdaje. Vývoj vládního deficitu byl již popsán v kapitole 2.1.2. Vláda tedy dosahuje deficitního hospodaření s trendem klesajících deficitů, jež lze posuzovat jako pozitivní efekt pro investiční prostředí.

Nepříznivou informací je úroveň indexu vnímání korupce (CPI). Česká Republika se nachází na 54. pozici spolu s Lotyšskem a Tureckem. Tato pozice je pro srovnání druhá nejhorší se zbylými státy z Visegrádské čtyřky. Polsko se umístilo na 41. pozici, Maďarsko na 46. pozici a Slovensko na 62. pozici (22).

2.2 Oborová analýza

Oborová analýza se věnuje analýze trendů ve zpracovatelském, přesněji textilním průmyslu, ve kterém firma PEGAS NONWOVENS SA působí.

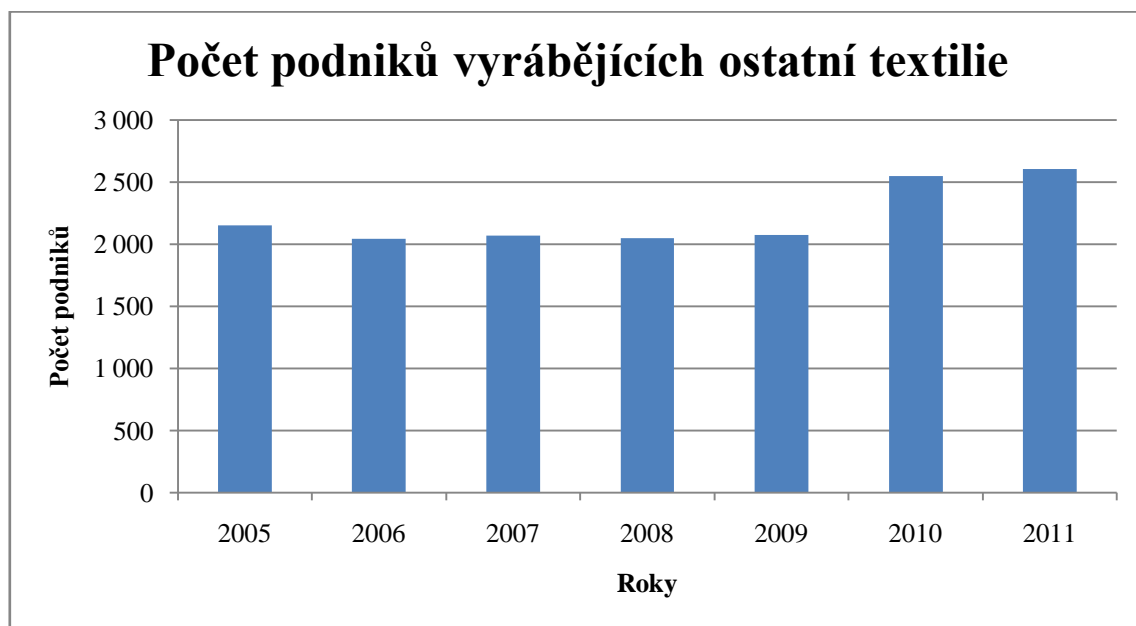
2.2.1 Charakteristika

Textilní průmysl České republiky je proexportně zaměřený; až 70% všech produktů míří za hranice. Proexportní politika je ovlivňována úrovní konkurence na globálních trzích s textilem a na kupní síle české koruny. Hlavními faktory ovlivňujícími konkurenceschopnost jsou: cena vstupních materiálů, ta se z různých důvodů kupříkladu vzdálenosti může lišit pro jednotlivé státy, náklady na energie a mzdové náklady, které jsou mezi vyspělými a rozvojovými státy v silném nepoměru.

Textilní průmysl je možno rozdělit do více skupin, přičemž nejvýznamnější skupinou co se týče tržeb je výroba *ostatních textilií*, tvořící zhruba 58,3% celkových tržeb z výroby textilu. Jelikož se analyzovaná společnost věnuje právě tomuto sektoru, zaměříme se primárně na něj. Dalším dělením skupiny *ostatních textilií* získáme podskupiny: výroba konfekčních textilních výrobků kromě oděvů, výroba koberců, výroba lan a provazů, netkané textilie, ostatní průmyslové textilie a jako poslední podskupina výroba ostatních textilií, které nebyly uvedeny. Právě poslední tři skupiny, které vyrábí technické textilie, jsou řazeny jako nejvíce perspektivní obory. Z tohoto pohledu je společnost PEGAS NONWOVENS zajímavou investicí, jelikož se zaměřuje právě na dva z těchto tří perspektivních oborů (23).

Výroba technických textilií s sebou oproti ostatním typům výroby přináší výhodu menšího podílu požadované lidské účasti ve výrobním procesu, což má za následek nižší dopad konkurenčního prostředí ze strany rozvojových států.

Počet podniků věnujících se výrobě ostatních textilií (Graf č. 2.10) se držel přibližně na stejné úrovni až do roku 2010, kdy došlo k trendu zvyšujícího se počtu podniků zabývajících se výrobou ostatních textilií.

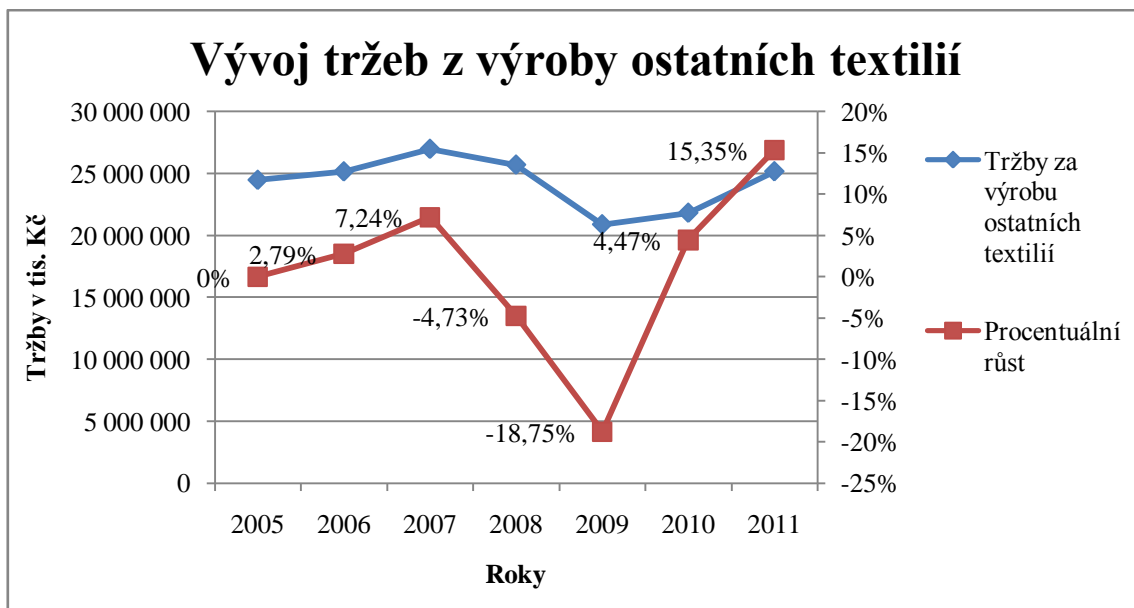


Graf č. 2.10: Počet podniků vyrábějících ostatní textilie

Vlastní zpracování dle (23)

2.2.2 Vývoj tržeb v oboru ostatních textilií

Při zkoumání vývoje tržeb (Graf č. 2.11) je možné si povšimnout poměrně stabilního růstového trendu, jenž byl narušen v roce 2008 projevující se krizí. Ta měla za dopad nižší úroveň domácí i zahraniční poptávky. Poslední nárůst v roce 2011 je zakreslený pro celou skupinu ostatních textilií, přičemž samotná výroba technických textilií vzrostla ve stejném roce o celých 25 % (23).



Graf č. 2.11: Vývoj tržeb z výroby ostatních textilií

Vlastní zpracování dle (23)

2.2.3 Výsledek hospodaření textilního průmyslu

Výsledek hospodaření byl v textilním průmyslu na hodnotě 1801 milionů Kč pro rok 2005. V roce 2008 došlo k výraznému poklesu hodnoty výsledného hospodaření. Propadlo se až na hodnotu 338 milionů korun, což je pokles o více než 80 % vůči roku 2005. V následujícím roce 2009 došlo k téměř zčtyřnásobení výsledného hospodaření na hodnotu 1237 milionů Kč. V roce 2010 se výsledek hospodaření zdvojnásobil oproti předchozímu roku na hodnotu 2386 milionů Kč (24).

Z výsledků zisku je možné vyvodit silnou korelaci mezi textilním průmyslem a ekonomickým vývojem státu. Je tedy možné konstatovat, že textilní průmysl lze považovat za cyklické odvětví a nadále k němu tak přistupovat při vytváření predikcí potenciálních možností růstu.

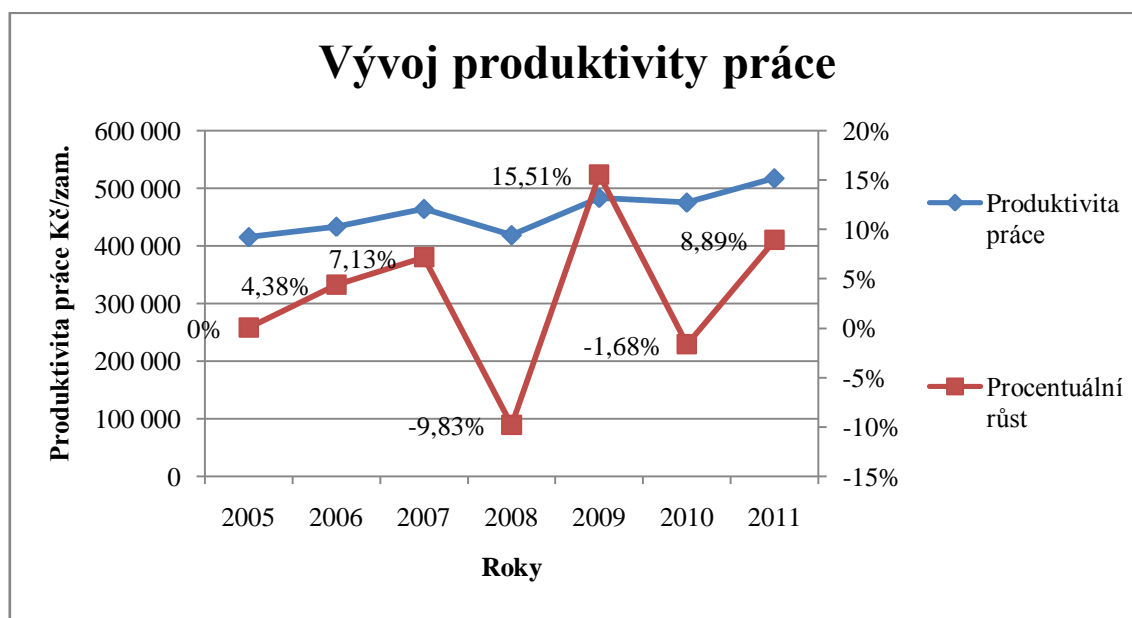
2.2.4 Zaměstnanost a produktivita práce v oboru

Počet zaměstnaných pracovníků v oboru výroby *ostatních textilií* se neustále snižuje již od roku 2005, kdy tento obor zaměstnával 19 074 osob. V roce 2011 bylo v tomto oboru zaměstnáno 14 603 lidí. Snižování zaměstnanosti je způsobeno vyšší technizací výrobních procesů, což se pozitivně projevuje do vyšší produktivity práce.

Mzdové náklady mají v oboru výroby textilií rostoucí tendenci, přičemž v období útlumu (roky 2008, 2009, 2010) docházelo k poklesu mzdových nákladů. Přes nynější

rostoucí tendenci mzdové náklady stále nedosáhly na svou původní hodnotu z roku 2005, která činila 9 129 011 000 Kč. Nyní se mzdové náklady pohybují na úrovni 7 731 577 000 Kč pro celé textilní odvětví. Výška mzdových nákladů není ovlivněna jen vývojem průměrných mezd, ale i poklesem počtu zaměstnanců v oboru. Průměrná mzda v textilním průmyslu dosáhla v roce 2011 úrovně 18 830 Kč, což reprezentuje zhruba 77 % průměrné mzdy zpracovatelského průmyslu. Výše průměrných mezd v textilním průmyslu je jedna z nejnižších v celém zpracovatelském průmyslu (23).

Produktivita práce (Graf č. 2.12) dosahuje růstového trendu. I když za sledované období došlo ve dvou letech k poklesu produktivity, lze celkový trend považovat za výrazně pozitivní. Během sedmi let vzrostla produktivita práce ze 414 687 Kč na osobu v roce 2005 na hodnotu 517 133 Kč na osobu. Změna v produktivitě za sledované období představuje téměř 25 % nárůst, což lze jednoznačně považovat za pozitivní.



Graf č. 2.12: Vývoj produktivity práce

Vlastní zpracování dle (23)

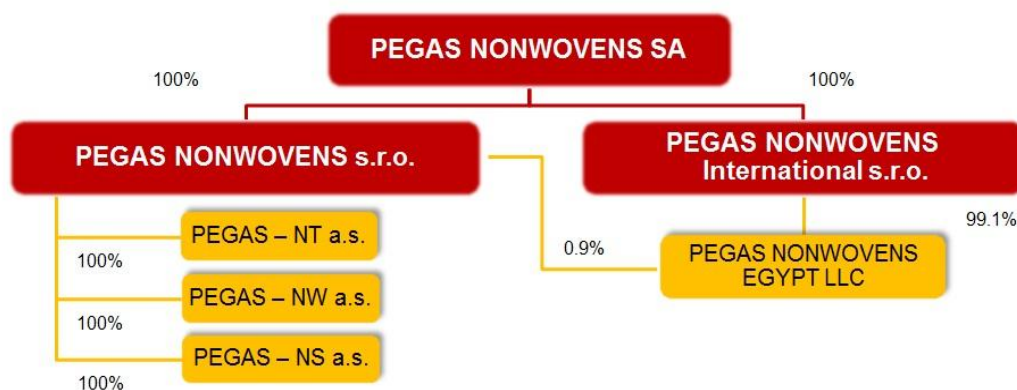
2.2.5 Výroba netkaných textilií

Produkce netkaných textilií (Příloha 1) byla na prudkém vzestupu od roku 2005 až po rok 2009, kdy došlo k útlumu, a produkce začala stagnovat kolem hodnoty 140 000 tun za rok. Je zřejmé, že za daných ekonomických podmínek došla produkce netkaných textilií své horní hranice a další navýšení lze očekávat až s výrazným zlepšením ekonomické situace (24).

3 Formulace návrhu řešení

3.1 Charakteristika společnosti PEGAS NONWOVENS SA

PEGAS NONWOVENS SA je mateřskou společností pro společnost PEGAS NONWOVENS s.r.o. a zároveň i pro PEGAS NONWOVENS International s.r.o. Další majetkové poměry a vazby jsou znázorněny na obrázku č. 3.1.



Obrázek č. 3.1: Vlastnické schéma

Zdroj (27)

Společnost se od svého založení v roce 1990 zaměřovala na výrobu netkaných textilií, což se posléze stalo její hlavní náplní. Primární uplatnění netkaných textilií nalezneme při výrobě hygienických pomůcek, sekundárně pak při výrobě zvukové a tepelné izolace. Jako ochranné textilie před slunečním zářením a jako tepelná izolace slouží v Agrikultuře. Netkané textilie se využívají při výrobě nábytku.

Výrobu zahájila v závodě v Bučovicích v roce 1992. Později rozšířila výrobní plochy o závod Přímětice, se zahájením výroby v roce 1996. Ve stejném roce došlo k vybudování sídla vedení společnosti ve Znojmě.

Od roku 1997 docházelo k neustálému zlepšování výrobních procesů a zavádění certifikačních norem, zvyšujících jakost produktů. V roce 2002 byla zahájena výroba bikomponentní textilie na bázi polypropylenu a polyethylenu.

V roce 2007 byla uvedena do provozu nová výrobní linka, která využívá moderní technologii Reicofil® 4 (28).

V roce 2012 byla zahájena výstavba nového výrobního závodu v Egyptě. Po uvedení do provozu by měl závod disponovat jednou výrobní linkou, s plánovanou výrobní kapacitou 20 tisíc tun produktů ročně. Rozšíření závodu v Egyptě o další

výrobní linku je plánováno v letech 2015-2016, což by mělo vést k navýšení roční produkce o 45-50 tisíc tun netkaných textilií (29).

Společnost v letech 2007-2010 zaměstnávala přibližně 384 zaměstnanců, bez výraznějších výkyvů v jejich počtu. Výrazný růstový trend nastal od roku 2011. Počet zaměstnanců byl navýšen na 424 a během roku 2012 bylo zaměstnáno dalších 27 pracovníků, na celkových 451 osob.

3.1.1 Produkce a výrobní kapacita společnosti

V roce 2012 činila celková produkce všech vyráběných druhů materiálů 86 056 tun. Maximální možná výrobní kapacita činí 90 000 tun. Společnost v roce 2012 vyráběla na 95,6 % celkové kapacity strojového parku. V roce 2011 bylo vyrobeno 73 412 tun, což v tomto roce odpovídalo 52,4 % z celkové produkce netkaných textilií v České republice. Je tedy zřejmé, že společnost se jeví jako rozhodující výrobce netkaných textilií na našem trhu. V předchozím roce 2010 vykazala společnost PEGAS NONWOVENS SA výrobu na úrovni 70 182 tun netkaných textilií (29).

3.1.2 Struktura akcionářů

V roce 2006 proběhla kotace společnosti na pražské a varšavské burze. Podrobnější informace je možné vyčíst v tabulce č. 3.1.

Tabulka č. 3.1: Vlastnické schéma

Vlastní zpracování dle (26)

Emitent cenného papíru	PEGAS NONWOVENS SA
Ulice	68-70 Boulevard de la Pétrusse
PSČ	L2320
Obec	Lucemburk
Forma CP	Na jméno
Trh	Prime
Zahájení obchodování	18. 12. 2006
Zahajovací cena (CZK)	750
Počet kusů v emisi	9 229 400

Společnost PEGAS NONWOVENS SA veřejně obchoduje se všemi akciemi na burze, důsledkem čehož je struktura majitelů diverzifikovaná mezi obrovské množství rozličných investorů.

Otevřenost společnosti na burzovních trzích sebou přináší riziko možnosti převzetí akcionářem, jež by získal majoritní podíl ve vedení a snažil se tak prosadit své strategické cíle na úkor cílů drobných investorů.

K datu 31. 12. 2012 lze jako největšího akcionáře s podílem přibližně 15 % akcií zjistit společnost Wood & Company SICAV PLC (26).

Management společnosti vlastní 0,6 % akcií, což značí pokles oproti minulým rokům. Pokles je vyvolán personálními změnami.

Společnost bohužel nedisponuje přesnými informacemi o struktuře svých vlastníků. Na základě komunikace a upozornění z minulých let je možné za hlavní akcionáře považovat tyto skupiny: Wood & Company Funds SICAV PLC, Templeton AssetManagement Ltd., PKO TowarzystwoFunduszyInwestycyjnych SA a Genesis Smaller Companies SICAV (30).

3.1.3 Představenstvo

Společnost je spravována představenstvem, které disponuje pravomocemi vykonávat právní úkony v jejím zájmu. Administrativní pravomoci představenstva jsou omezeny dle Lucemburského práva. Zároveň se představenstvo zodpovídá valné hromadě akcionářů, která členy představenstva volí. Doba, na kterou jsou členové představenstva voleni, je šest let. V případě, že členové představenstva řádně neplní své závazky, je možné tuto dobu zkrátit.

Jednotlivé členy představenstva a jejich pozice zachycuje tabulka č. 3.2.

Tabulka č. 3.2: Členové představenstva

Vlastní zpracování dle (30)

Jméno	Věk	Pozice	Začátek období
František Řezač	35	Exekutivní ředitel	Listopad 2006
František Klačka	55	Exekutivní ředitel	Listopad 2006
Marian Rašík	41	Exekutivní ředitel	Březen 2010
Marek Modecki	53	Neexekutivní ředitel/předseda	Duben 2008
Jan Sýkora	40	Neexekutivní ředitel	Květen 2012

3.1.4 Finanční analýza

Ukazatele rentability

Pro výpočet ukazatelů rentability byly využity vzorce 1.1 a 1.2 (kapitola 1.6.3). Podrobné výsledky propočtů jsou zachyceny v tabulce č. 3.3.

Tabulka č. 3.3: Ukazatele rentability

Vlastní zpracování dle (30)

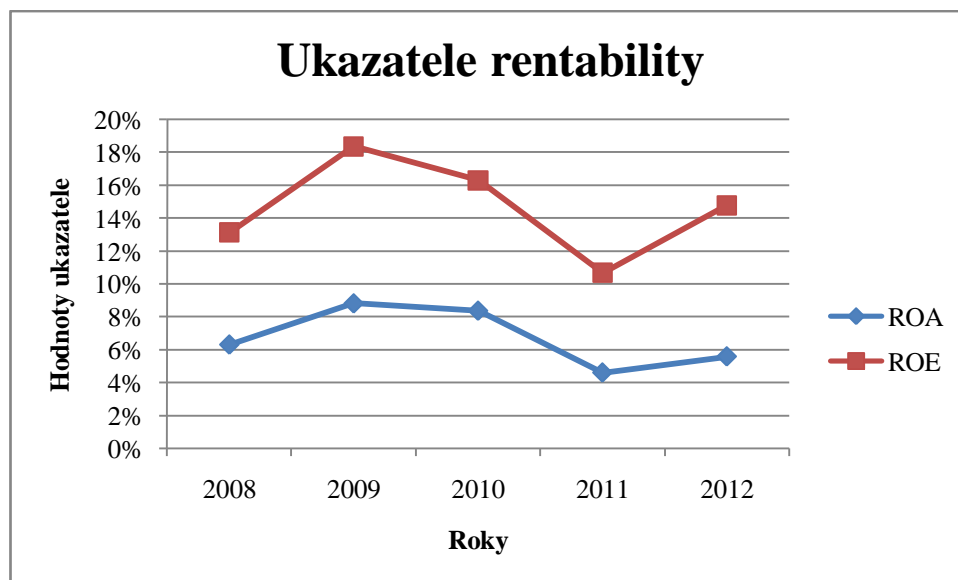
Ukazatel	2008	2009	2010	2011	2012
ROA	6,31%	8,82%	8,37%	4,61%	5,59%
ROE	13,14%	18,36%	16,30%	10,68%	14,79%

Výsledky rentability vlastního kapitálu a celkových aktiv dosahují pozitivních hodnot, přičemž v současnosti se pohybují pod maximálním bodem, který v obou případech nastal v roce 2009. Následující pokles je zapříčiněn hospodářským cyklem, během kterého došlo ke snížení zisku po zdanění z 21 039 tisíc eur na 13 966 tisíc eur.

Od roku 2011 dochází k opětovnému růstu s tím, že udržení tohoto trendu je žádoucí a lze jej brát za pozitivní.

Významné je tempo růstu rentability vlastního kapitálu, proti růstu rentability aktiv, jelikož rentabilita vlastního kapitálu roste rychleji a skýtá tak větší investiční potenciál.

Z důvodu lepší vizualizace jsou data z tabulky č 3.2 zaznamenána do grafu č. 3.1.



Graf č. 3.1: Ukazatele rentability

Vlastní zpracování dle (30)

Ukazatele aktivity

Pro výpočet aktivity podniku byly použity vzorce 1.3 a 1.4 (kapitola 1.6.3.) a následně byly výsledky zachyceny do tabulky č. 3.3.

Tabulka č. 3.4: Ukazatele aktivity

Vlastní zpracování dle (30)

Ukazatel	2008	2009	2010	2011	2012
Obrat celkových aktiv	0,58	0,52	0,59	0,55	0,50
Obrat stálých aktiv	0,69	0,63	0,74	0,68	0,66

Dle Rejnuše (6) by měl výsledek obratu celkových aktiv vycházet v rozmezí 1,6-3, toho ovšem od roku 2008 až po rok 2012 společnost ani jednou nedosáhla.

Je potřeba přihlédnout k tomu, že společnost během své produkce využívá velice nákladné a sofistikované moderní technologie, které mají vysoké požadavky na kapitálové zajištění. Také, je potřeba brát na zřetel míry ukazatelů celkových aktiv a stálých aktiv a promítnout je do zvýšené požadované návratnosti investice.

Ukazatele zadluženosti

Výpočet ukazatelů zadluženosti byl proveden dle vzorců 1.5, 1.6, 1.7 (kapitola 1.6.3), výsledky získané propočtem vzorců zachycuje tabulka č. 3.4.

Tabulka č. 3.5: Ukazatele zadluženosti

Vlastní zpracování dle (30)

Ukazatel	2008	2009	2010	2011	2012
Celková zadluženost	0,60	0,52	0,49	0,57	0,62
Zadluženost vlastního kapitálu	1,50	1,08	0,95	1,32	1,64
Míra samofinancování	0,40	0,48	0,51	0,43	0,38

Míra celkové zadluženosti by neměla přesahovat rozmezí 0,3-0,5. Tato podmínka byla dodržena pouze v roce 2010. Dále je možné sledovat od roku 2010 rostoucí trend zadlužování podniku a v roce 2012 se dostává dokonce na maximum pro sledované období. Vyšší míra zadluženosti je pravděpodobně způsobena kapitálovými výdaji při výstavbě nové výrobní linky v Egyptě. Zadluženost vlastního kapitálu dosahuje mnohdy i dvojnásobku doporučené hodnoty, která je dle Rejnuše (6) stanovena pod hranici 0,7.

Úroveň samofinancování má v podniku dosahovat hodnoty vyšší než 0,5 přičemž hodnota pod úrovní ukazatele 0,3 je již kritickou. Společnost toto kritérium splnila pouze v roce 2010, přičemž od té doby úroveň samofinancování výrazně klesá a blíží se ke kritické hranici 0,3.

3.2 Výpočet vnitřní hodnoty společnosti PEGAS NONWOVENS SA

V následující části bude proveden výpočet vnitřních hodnot. Nejprve je ovšem potřeba stanovit hodnoty, které budou pro výpočty použity.

3.2.1 Vstupní data

Pro stanovení vnitřní hodnoty podniku je potřeba vymezit požadavky na investici. Těmito požadavky jsou myšleny parametry použité ve výpočtech jednotlivých modelů.

K výpočtu dividendového diskontního modelu je potřeba stanovit dobu, pro kterou je investice zamýšlena. Doba trvání investice byla stanovena na dobu tři let z důvodů splnění upravené doby trvání testovací doby při nákupu akcie za účelem minimalizace zdanění zisku provedeného na nákupu akcie.

Čistý zisk na akcii v roce 2011 byl 1,51 euro na akcii. Podle předběžných výsledků, které neprošly auditem, by měl vzrůst na 2,27 euro na akcii. Tato změna reprezentuje růst o celých 50 %.

Očekávaný dividendový růst (parametr g) byl stanoven dle vzorce 1.13. Jeho hodnota se rovná součinu rentability vlastního kapitálu ($ROE=0,1479$) a míry zadrženého zisku, jenž byl dle vzorce 1.14 stanoven na hodnotu 0,305. Výsledná hodnota dividendového růstu činí 4,5 %.

Požadovaná míra výnosnosti investice (K_e) byla po zvážení makroekonomické analýzy a finanční analýzy podniku stanovena na míru 10 %. Tato požadovaná míra je odpovídající zadluženosti podniku, která přináší nestandardní riziko možných finančních problémů společnosti.

Očekávaná dividenda pro rok 2013 je stanovena jako součin dividendy z roku 2011 a očekávaného dividendového růstu. Hodnota očekávané dividendy činí 1,1 euro.

Výpočet vnitřní hodnoty akcie je počítán ke dni 10. 5. 2013, kdy byla jedna akcie obchodována za 520 korun na burze cenných papírů v Praze.

Kurz eura, ve kterém jsou přepočteny výsledky, je stanoven na 25,81 Kč za euro.

Budoucí hodnotu investice ve třetím roce je možno na základě předpokládané inflace a dalších faktorů, stanovit na 568 Kč.

Příloha 2 zachycuje historický vývoj kurzu společnosti PEGAS NONWOVENS SA na Burze cenných papírů Praha po dobu pěti let. Pod cenovým vývojem společnosti je uveden počet objemů obchodů prováděných na této akci.

3.2.2 Dividendový diskontní model

Vnitřní hodnota vypočtená za pomoci vzorce 1.12, při míře $g = 4,5 \%$ a požadované výnosové míře $K_e = 10 \%$, vychází 516 Kč.

Pro výpočet vnitřní hodnoty dle vzorce 1.11 je nejprve nutno spočítat předpokládanou dividendu vyplacenou v dalších letech (Tabulka č. 3.4).

Tabulka č. 3.6: Předpokládaná dividendy

Vlastní zpracování dle (30)

Roky	2008	2009	2010	2011	2012	2013*	2014*	2015*
Dividenda	0,85	0,9	0,95	1	1,05	1,10	1,15	1,20

Hodnoty označené hvězdičkou jsou jen předpokládané a s rostoucím časovým odstupem jsou méně přesné. Hodnota spočítaná pro dividendu v roce 2013 není ve shodě s plánovanou vyplacenou dividendou, která byla oznámena k datu 15. 5. 2013 na úrovni 1,05 euro (11). Podle předpokládané hodnoty budoucích dividend je možné určit, že vnitřní hodnota dle vzorce 1.11 bude rovna 508 Kč.

3.2.3 Ziskové modely

Pro výpočet vnitřní hodnoty je potřeba znát očekávanou výši výplatního dividendového poměru (Tabulka č. 3.5).

Tabulka č. 3.7: Výplatní dividendový poměr

Vlastní zpracování dle (30)

Roky	2009	2010	2011	2012
Čistý zisk na akcii	2,25	2,28	1,51	2,27
Dividenda na akcii	0,90	0,95	1,00	1,05
Poměr	40%	42%	66%	46%

Na základě předchozího vývoje je možné sledovat tendenci společnosti vyplácet dividendu v rozmezí 40-50 % z čistého zisku. Pro další výpočet bude použita hodnota výplaty dividend v poměru 50 %. Při dosazení do vzorce 1.17 nám hodnota P/E vyjde 9,1.

Ukazatel P_0/E_0 vyšel po dosazení do vzorce 1.15 na úrovni 8,88, což je možné považovat za velice dobrý výsledek. Vnitřní hodnota akcie zjištěná pomocí ziskového modelu vychází 533 Kč.

3.2.4 Bilanční model

Pro výpočet vnitřní hodnoty akcie dle účetní hodnoty je nejdříve nutno stanovit průměrnou účetní hodnotu akcie, která pro sledované období 2008-2012 byla 95 Kč. Následně je nutno určit průměrnou tržní hodnotu akcie. Ta se pro sledované období 2. 1. 2008 až 14. 5. 2013 pohybuje na úrovni 430 Kč.

Pro výpočet bude použita účetní hodnota z roku 2012 a to z toho důvodu, že růst účetní hodnoty podniku má klesající tendenci a nadále není očekáván výraznější kapitálový výdaj pro sledované období. Hodnota budoucí účetní hodnoty byla vyčíslena na 135 Kč na jednu akcii.

Dle vzorce 1.18 byl spočítán poměr P/BV na úrovni 4,5. Dosazením P/BV do vzorce 1.19 byla zjištěna vnitřní hodnota akcie. Ta za pomoci bilanční metody vyšla na úroveň 612 Kč.

3.2.5 Historické modely

Za pomoci historického modelu založeného na vývoji tržeb byl vypočítán poměr P/S dle vzorce 1.20 na úrovni $1,0856 \cdot 10^{-7}$. Po dosazení ukazatele P/S do vzorce 1.21 byla zjištěna vnitřní hodnota akcie 568 Kč. Pro výpočet modelu vývoje tržeb byla využita hodnota predikovaných tržeb pro rok 2013 na úrovni 5,233 miliard Kč.

Historický model založený na poměru mezi průměrnou tržní cenou akcie a průměrnou dividendou vyplacenou na akcii vykazuje poměrový ukazatel P/D dle vzorce 1.22 na úrovni 17,55. Vnitřní hodnota dosazením do vzorce 1.23 vyjde 498 Kč.

Závěr

Cílem bakalářské práce bylo stanovit investiční doporučení na základě analyzování vnitřní hodnoty společnosti PEGAS NONWOVENS SA. Tabulka č. 3.6 zachycuje přehledné vyobrazení metod použitých při výpočtu vnitřní hodnoty a jednotlivé zjištěné vnitřní hodnoty.

Tabulka č. 3.8: Vnitřní hodnoty

Vlastní zpracování

Metoda	DDM	DRM	ZM	BM	P/S	P/D	Průměr
Vnitřní hodnota	516 Kč	508 Kč	533 Kč	612 Kč	568 Kč	498 Kč	539 Kč
Tržní cena	520 Kč						
Odchylka	-0,77%	-2,31%	2,50%	17,76%	9,23%	-4,23%	3,70%

Průměrem vnitřních hodnot bylo zjištěno, že investováním do společnosti je možné dosáhnout dodatečného zhodnocení finančních prostředků a to v průměru o 3,7 %. Takto vytvořený průměr je ovšem, velice nespolehlivým ukazatelem, jelikož v tabulce 3.6 je proveden průměr hodnot, které při investování počítají s požadovanou výnosností investovaného kapitálu a zároveň hodnotami, které tuto výnosovou míru vůbec nezahrnují.

S mírou požadované výnosnosti pracovaly tyto metody: Dividendový diskontní model, dividendový růstový model a ziskový model. Průměrem vnitřních hodnot těchto modelů zjistíme, že společnost by musela být obchodována za 519 Kč za akcii, aby bylo možné dosáhnout 10 % zisku.

Samotná druhá skupina metod nám pouze předpovídá, že vnitřní hodnota podniku se pohybuje na úrovni 559 Kč. K tomu, aby došlo k požadovanému zhodnocení investice o 10 %, by muselo dojít k nákupu akcie na hodnotě 508 Kč, a to v případě, že by nebyly zahrnuty poplatky za nákup.

Pakliže by investiční strategie měla být z dlouhodobého hlediska stabilní a výdělečná, je potřeba stanovit bezpečnostní polštář, který se promítne do snížení vnitřní hodnoty akcie. Při nákupu akcie za 519 Kč, by bylo možné dosáhnout zhodnocení 10 %, avšak takové jednání by pracovalo s nulovou možností odchylky a neposkytovalo by žádný prostor pro omyl. Při přihlédnutí k stabilitě společnosti a výsledkům finanční analýzy doporučuji pracovat s bezpečnostním polštářem na úrovni 30 %.

Z dat, která jsou uvedena v analytické části bakalářské práce je zřejmé, že trh, na kterém se společnost pohybuje, je vysoce atraktivní. Oborovou analýzou textilního průmyslu byl prokázán trend klesajícího vývoje, který se ovšem vymyká zaměření na výrobu netkaných textilií. Tento obor je stagnující s mírně růstovým trendem.

Co se týká samotné společnosti, tak ta dosahuje nadprůměrných výsledků s tím, že má vypracovanou stabilní a uskutečnitelnou rozvojovou strategii, která zahrnuje dobývání nových trhů, zvyšování produkční kapacity a růst plánovaných tržeb.

Na základě všech dostupných dat doporučují společnost PEGAS NONWOVENS SA nekupovat dokud nedojde ke snížení tržní ceny akcie společnosti a to přesně na hodnotu 363 Kč. Jedině při takové ceně je možné brát investici do společnosti za dostatečně atraktivní a bezpečnou.

Seznam požité literatury

- (1) GLADIŠ, D. *Naučte se investovat*. 2.vyd. Praha: Grada Publishing, 2005. 176 s. ISBN 80-247-1205-9.
- (2) JÍLEK, J. *Akciové trhy a investování*. Praha: Grada Publishing, 2009. 656 s. ISBN 978-80-247-2963-3.
- (3) JÍLEK, J. *Finanční trhy a investování*. Praha: Grada Publishing, 2009. 648 s. ISBN 978-80-247-1653-4.
- (4) POLÁCH, J., J. DRÁBEK, M. MERKOVÁ a J. POLÁCH jr. *Reálné a finanční investice*. Praha: C. H. Beck, 2012. 280 s. ISBN 978-80-7400-436-0.
- (5) MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2.vyd. Praha: Ekopress, 2011. 520 s. ISBN 978-80-86929-70-5.
- (6) REJNUŠ, O. *Finanční trhy*. Ostrava: Key Publishing, 2008. 559s. ISBN 978-80-87071-87-8.
- (7) REJNUŠ, O. *Teorie a praxe obchodování s cennými papíry*. Praha: Computer Press, 2001. 257 s. ISBN 80-7226-571-7.
- (8) SIEGEL, J. *Investice do akcií běh na dlouhou trať*. Praha: Grada Publishing, 2011. 296 s. ISBN 978-80-247-3860-4.
- (9) VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. Praha: ASPI, 2007. 704 s. ISBN 978-80-7357-297-6.
- (10) D OLEČEK. Cenné papíry – charakteristika jednotlivých druhů. *Businessinfo.cz* [online]. Vydáno: 27. 2. 2009 [cit. 2012-11-25]. Dostupné z: <http://www.businessinfo.cz/cs/clanky/cenne-papiry-charakteristika-druhu-opu-4615.html>.
- (11) RAŠKA, J. Pegas navrhuje dividendu ve výši 1,05 EUR/akcie, na stejné úrovni jako v loňském roce. *Fio banka* [online]. Vydáno: 15. 5. 2013 [cit. 2013-05-20]. Dostupné z: <http://www.fio.cz/zpravodajstvi/novinky-z-burzy-komentare/130751-pegas-navrhuje-dividendu-ve-vysi-1-05-eur-akcie-na-stejne-urovni-jako-v-lonskem-roce>.

- (12) EUROSTAT. Real GDP growth rate – volume. *Eurostat* [online]. Aktualizováno: 26. 2. 2013 [cit. 2013-04-17]. Dostupné z: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tec00115>.
- (13) ČSÚ. Indexy spotřebitelských cen – inflace – časové řady. *Český statistický úřad* [online]. Vydáno: 9. 4. 2013 [cit. 2013-04-17]. Dostupné z: http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/isc_cr.
- (14) VLK. Daňové změny: Větší odpočty za charitu budou už za rok, jedno inkasní místo od 2015. *Ihned: HNBYZNYS* [online] Vydáno: 17. 4. 2013 [cit. 2013-04-27]. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/zpravodajstvi-cesko/c1-59708010-danove-zmeny-vetsi-odpocty-za-charitu-budou-uz-za-rok-jedno-inkasni-misto-od-2015>.
- (15) ČNB. Aktuální prognóza ČNB. *Česká národní banka* [online] Vydáno: 2. 5. 2013 [cit. 2013-05-15]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/index.html.
- (16) ČSÚ. Makroekonomické údaje. *Český statistický úřad* [online]. ©2013 [cit. 2013-04-17]. Dostupné z: [http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/cr:_makroekonomicke_udaje/\\$File/HLMAKRO.xls](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/cr:_makroekonomicke_udaje/$File/HLMAKRO.xls).
- (17) ČNB. Měnověpolitické nástroje. *Česká národní banka* [online] ©2003-2013 [cit. 2013-05-15]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/.
- (18) FINANCE. Fixing úrokových sazeb na mezibankovním trhu depozit - PRIBOR, PRIBID. *Finance.cz* [online]. ©2000-2013 [cit. 2013-04-20]. Dostupné z: <http://www.finance.cz/makrodata-eu/menove-ukazatele/sazby-cnb/pribor/>.
- (19) ČNB. Databáze časových řad ARAD: Úrokové sazby finančních trhů. *Česká národní banka* [online]. ©2003-2009 [cit. 2013-05-20]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_ses_tuid=462&p_strid=AAF&p_lang=CS.

- (20) ČNB. Databáze časových řad ARAD: Peněžní agregáty a protipoložky - peněžní agregáty (stavy). *Česká národní banka* [online]. ©2003-2009 [cit. 2013-05-20]. Dostupné z:
http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_ses_tuid=938&p_strid=AAADA&p_lang=CS.
- (21) ČNB. Přímé zahraniční investice. *Česká národní banka* [online] ©2003-2013 [cit. 2013-05-15]. Dostupné z:
http://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/pzi/.
- (22) TRANSPARENCY. Hodnocení České republiky v Indexu vnímání korupce (CPI) 2012 odráží hluboce rozloženou státní správu, špatné fungování politických stran a nedotažení klíčových priorit protikorupční politiky. *Transparency international*. [online] ©2011 [cit. 2013-05-15]. Dostupné z:
<http://www.transparency.cz/hodnoceni-ceske-republiky-indexu-vnimani-korupce-cpi-2012-od/>.
- (23) MPO. Panorama zpracovatelského průmyslu 2011. *Ministerstvo práce a obchodu*. [online] Vydáno: 30. 10. 2012 [cit. 2013-04-15]. Dostupné z:
<http://download.mpo.cz/get/47186/53237/593436/priloha001.pdf>.
- (24) ČSÚ. Základní ukazatele průmyslu podle činností. *Český statistický úřad* [online]. Vydáno: 22. 11. 2012 [cit. 2013-04-17]. Dostupné z:
[http://www.czso.cz/csu/2012edicniplan.nsf/t/9A002AD884/\\$File/0001121505.xls](http://www.czso.cz/csu/2012edicniplan.nsf/t/9A002AD884/$File/0001121505.xls).
- (25) ČSÚ. Výroba vybraných výrobků. *Český statistický úřad* [online]. Vydáno: 22. 11. 2012 [cit. 2013-04-17]. Dostupné z:
[http://www.czso.cz/csu/2012edicniplan.nsf/t/9A002AD885/\\$File/0001121507.xls](http://www.czso.cz/csu/2012edicniplan.nsf/t/9A002AD885/$File/0001121507.xls).
- (26) PX. PEGAS NONWOVENS. *Prague stock exchange* [online]. ©1998-2013 [cit. 2013-04-25]. Dostupné z:
<http://www.pse.cz/Cenne-Papiry/Detail.aspx?isin=LU0275164910>.
- (27) PEGAS. Struktura skupiny. *Pegas nonwovens* [online]. ©2005 [cit. 2013-04-27]. Dostupné z:
<http://www.pegas.cz/default.asp?nDepartmentID=168&nLanguageID=1>.

- (28) PEGAS. Historie společnosti. *Pegas nonwovens* [online]. ©2005
[cit. 2013-04-27]. Dostupné z:
<http://www.pegas.cz/article.asp?nArticleID=3&nDepartmentID=13&nLanguageID=1>.
- (29) PEGAS. PEGAS NONWOVENS úspěšně pokračuje ve výstavbě nového výrobního závodu v Egyptě. *Pegas nonwovens* [online]. Vydáno: 28. 2. 2012
[cit. 2013-04-27]. Dostupné z:
http://www.pegas.cz/Data/files/tiskove%20centrum/tiskove%20zpravy/2012_02_28_Cairo_update_CZ.pdf.
- (30) PEGAS. Annual report. *Pegas nonwovens* [online]. Vydáno: 30. 4. 2013 [cit. 2013-05-10]. Dostupné z:
<http://www.pegas.cz/Data/files/investori/Vyrocn%C3%AD%20zpravy/2012%20Annual%20Report%20-%20PEGAS%20NONWOVENS%20SA.pdf>.
- (31) Zákon č. 513/1991 Sb., Obchodní společnosti a družstvo (obchodní zákoník) ze dne 5. listopadu 1991

Seznam obrázků, grafů a tabulek:

Obrázky:

Obrázek č. 1.1: Vztah akciového kurzu s vnitřní hodnotou.....	14
Obrázek č. 1.2: Členění cenných papírů.....	17
Obrázek č. 3.1: Vlastnické schéma.....	45

Grafy:

Graf č. 1.1: Vztah akciového kurzu s vnitřní hodnotou.....	21
Graf č. 2.1: Vývoj HDP.....	34
Graf č. 2.2: Státní dluh.....	35
Graf č. 2.3: Státní deficit.....	36
Graf č. 2.4: Vývoj peněžních agregátů.....	37
Graf č. 2.5: Vývoj úrokové míry.....	37
Graf č. 2.6: Sazba PRIBOR.....	38
Graf č. 2.7: Vývoj inflace v ČR.....	39
Graf č. 2.8: Prognóza inflace.....	39
Graf č. 2.9: Pohyb investic v ČR.....	40
Graf č. 2.10: Počet podniků vyrábějících ostatní textilie.....	42
Graf č. 2.11: Vývoj tržeb z výroby ostatních textilií.....	43
Graf č. 2.12: Vývoj produktivity práce.....	44
Graf č. 3.1: Ukazatele rentability.....	48

Tabulky:

Tabulka č. 3.1: Vlastnické schéma.....	46
Tabulka č. 3.2: Členové představenstva.....	47
Tabulka č. 3.3: Ukazatele rentability.....	48
Tabulka č. 3.4: Ukazatele aktivity.....	49
Tabulka č. 3.5: Ukazatele zadluženosti.....	49
Tabulka č. 3.6: Předpokládaná dividenda.....	51
Tabulka č. 3.7: Výplatní dividendový poměr.....	51
Tabulka č. 3.8: Vnitřní hodnoty.....	53

Seznam příloh:

Příloha 1 – Výroba netkaných textilií za období 2005-2011

Příloha 2 – Pětiletý vývoj akcie BAAPEGAS

Příloha 3 – Finanční výsledky PEGAS NONWOVENS SA pro roky 2011-2012

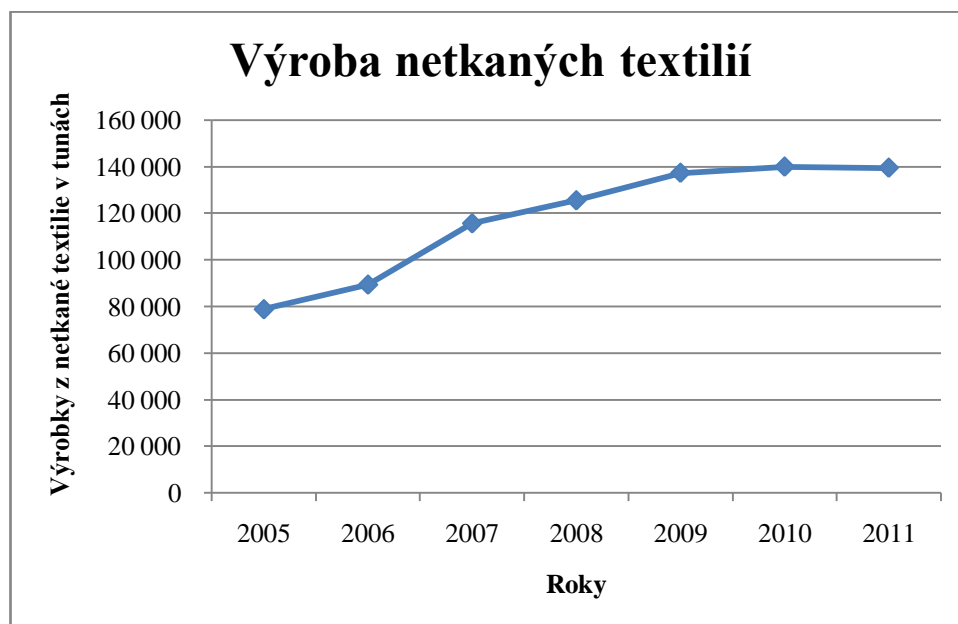
Příloha 4 – Finanční výsledky PEGAS NONWOVENS SA pro roky 2010-2011

Příloha 5 – Finanční výsledky PEGAS NONWOVENS SA pro roky 2009-2010

Příloha 6 – Finanční výsledky PEGAS NONWOVENS SA pro roky 2008-2009

Příloha 1 – Výroba netkaných textilií za období 2005-2011

(Zdroj: www.czso.cz)



Příloha 2 – Pětiletý vývoj akcie BAAPEGAS

(Zdroj: www.fio.cz)



Příloha 3 – Finanční výsledky PEGAS NONWOVENS SA pro roky 2011-2012

(Zdroj: www.pegas.cz)

Konsolidovaný výkaz o úplném výsledku za rok 2012 a 2011 ve zkrácené podobě

Neauditované výkazy připravené v souladu s Mezinárodními standardy účetního výkaznictví (IFRS)
(v tisících EUR)

	2011 (auditované)	2012 (neauditované)	% změna
Výnosy	165 848	187 745	13,2 %
Spotřeba materiálu a služeb	-122 018	-140 964	15,5 %
Osobní náklady	-8 330	-8 351	0,3 %
Ostatní provozní výnosy/(náklady) (netto)	566	-318	n/a
EBITDA	36 066	38 112	5,7 %
EBITDA marže	21,7 %	20,3 %	-1,4 pb
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	-9 213	-11 570	25,6 %
Provozní zisk	26 853	26 542	-1,2 %
Kurzové zisky a ostatní finanční výnosy	10 168	12 857	26,4 %
Kurzové ztráty a ostatní finanční náklady	-14 481	-10 220	-29,4 %
Úrokové výnosy	24	3	-87,5 %
Úrokové náklady	-4 281	-4 614	7,8 %
Zisk před zdaněním	18 283	24 568	34,4 %
Daň z příjmů – (náklad)/výnos	-4 317	-3 644	-15,6 %
Čistý zisk po zdanění	13 966	20 924	49,8 %
Ostatní úplný výsledek			
Ostatní změny ve vlastním kap.	-620	-2 683	332,7 %
Kurzové rozdíly vzniklé z přepočtu	-2 394	2 180	n/a
Úplný výsledek za období celkem	10 952	20 421	86,5 %
Čistý zisk na akcii			
Základní čistý zisk na akcii (EUR)	1,51	2,27	50,3 %
Zředěný čistý zisk na akcii (EUR)	1,51	2,27	50,3 %

**Konsolidovaný výkaz o finanční situaci k 31. prosinci 2012 a
31. prosinci 2011 ve zkrácené podobě**

Neauditované výkazy připravené v souladu s Mezinárodními standardy účetního výkaznictví (IFRS)
(v tisících EUR)

	31. prosince 2011 (auditované)	31. prosince 2012 (neauditované)
Aktiva		
<i>Dlouhodobý majetek</i>		
Dlouhodobý hmotný majetek	151 826	191 226
Dlouhodobý nehmotný majetek	452	700
Goodwill	89 927	92 288
Dlouhodobý majetek celkem	242 205	284 214
<i>Oběžná aktiva</i>		
Zásoby	17 624	20 448
Pohledávky z obchodních vztahů a	36 866	43 803
Peníze a peněžní ekvivalenty	6 248	25 758
Oběžná aktiva celkem	60 738	90 009
Aktiva celkem	302 943	374 223
<i>Vlastní kapitál a pasiva</i>		
<i>Základní kapitál a rezervní fondy</i>		
Základní kapitál	11 444	11 444
Emisní ážio	--	--
Ostatní rezervní fondy	6 942	7 896
Rozdíly z přepočtu	4 244	6 424
Ostatní změny ve vlastním kap.	-1 377	-4 060
Nerozdělený zisk	109 511	119 790
Základní kapitál a rezervní fondy	130 764	141 494
<i>Dlouhodobé závazky</i>		
Bankovní úvěry	125 512	151 704
Ostatní závazky	55	--
Odložený daňový závazek	12 337	12 672
Dlouhodobé závazky celkem	137 904	164 376
<i>Krátkodobé závazky</i>		
Závazky z obchodních vztahů a jiné závazky	33 943	68 265
Daňové závazky	95	86
Krátkodobá část bankovních úvěrů	226	--
Rezervy	11	2
Krátkodobé závazky celkem	34 275	68 353
Pasiva celkem	172 179	232 729
Vlastní kapitál a pasiva celkem	302 943	374 223

Konsolidovaný přehled o peněžních tocích za rok 2012 a 2011 ve zkrácené podobě

Neauditované výkazy připravené v souladu s Mezinárodními standardy účetního výkaznictví (IFRS)
(v tis. EUR)

	2011 (auditované)	2012 (neauditované)
Zisk před zdaněním	18 283	24 568
<i>Úpravy o:</i>		
Odpisy	9 213	11 570
Kurové změny	-172	1 622
Úrokové náklady	4 281	4 614
Změny v přecenění úrokových swapů na reálnou hodnotu	-765	-3 313
Ostatní změny ve vlastním kapitálu	-620	630
Ostatní finanční výnosy/(náklady)	-55	1 092
Peněžní toky z provozní činnosti		
Pokles/(růst) stavu zásob	-3 469	-2 362
Pokles/(růst) pohledávek	-6 811	-7 248
Růst/(pokles) závazků	6 440	19 902
Zaplacená daň z příjmů	-5 427	-1 506
Peněžní toky z provozní činnosti	20 898	49 569
Peněžní toky z investiční činnosti		
Pořízení dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku	-41 586	-37 300
Peněžní toky z investiční činnosti (netto)	-41 586	-37 300
Peněžní toky z finanční činnosti		
Růst/(pokles) bankovních úvěrů	34 910	22 292
Růst/(pokles) dlouhodobých závazků	-48	-55
Distribuce dividendy	-9 229	-9 691
Zaplacené úroky	-3 437	-4 213
Ostatní finanční výnosy/(náklady)	55	-1 092
Peněžní toky z finanční činnosti (netto)	22 251	7 241
Peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty na počátku účetního období	4 685	6 248
Čistý přírůstek (úbytek) peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů	1 563	19 510
Peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty k 31. prosinci	6 248	25 758

Příloha 4 – Finanční výsledky PEGAS NONWOVENS SA pro roky 2010-2011

(Zdroj: www.pegas.cz)

Konsolidovaný výkaz o úplném výsledku za rok 2011 a 2010 ve zkrácené podobě

Neauditované výkazy připravené v souladu s Mezinárodními standardy účetního výkaznictví (IFRS)
(v tisících EUR)

	2010 (auditované)	2011 (neauditované)	% změna
Výnosy	148 150	165 848	11,9 %
Spotřeba materiálu a služeb	(105 690)	(122 018)	15,4 %
Osobní náklady	(7 996)	(8 330)	4,2 %
Ostatní provozní výnosy/(náklady) (netto)	754	566	(24,9 %)
EBITDA	35 218	36 066	2,4 %
EBITDA marže	23,8 %	21,7 %	(2,1 pb)
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	(16 353)	(9 213)	(43,7 %)
Provozní zisk	18 865	26 853	42,3 %
Kurzové zisky a ostatní finanční výnosy	11 302	10 168	(10,0 %)
Kurzové ztráty a ostatní finanční náklady	(4 985)	(14 481)	190,5 %
Úrokové výnosy	16	24	50,0 %
Úrokové náklady	(3 300)	(4 281)	29,7 %
Zisk před zdaněním	21 898	18 283	(16,5 %)
Daň z příjmů – (náklad)/výnos	(859)	(4 317)	402,6 %
Čistý zisk po zdanění	21 039	13 966	(33,6 %)
Ostatní úplný výsledek			
Ostatní změny ve vlastním kap.	(938)	(620)	(33,9 %)
Kurzové rozdíly vzniklé z přepočtu	4 435	(2 394)	(154,0 %)
Úplný výsledek za období celkem	24 536	10 952	(55,4 %)
Čistý zisk na akcii			
Základní čistý zisk na akcii (EUR)	2,28	1,51	(33,8 %)
Zředěný čistý zisk na akcii (EUR)	2,28	1,51	(33,8 %)

**Konsolidovaný výkaz o finanční situaci k 31. prosinci 2011 a
31. prosinci 2010 ve zkrácené podobě**

Neauditované výkazy připravené v souladu s Mezinárodními standardy účetního výkaznictví (IFRS)
(v tisících EUR)

	31. prosince 2010 (auditované)	31. prosince 2011 (neauditované)
Aktiva		
<i>Dlouhodobý majetek</i>		
Dlouhodobý hmotný majetek	107 713	151 826
Dlouhodobý nehmotný majetek	219	452
Goodwill	92 583	89 927
Dlouhodobý majetek celkem	200 515	242 205
<i>Oběžná aktiva</i>		
Zásoby	14 741	17 624
Pohledávky z obchodních vztahů a	31 280	36 866
Peníze a peněžní ekvivalenty	4 685	6 248
Oběžná aktiva celkem	50 706	60 738
Aktiva celkem	251 221	302 943
<i>Vlastní kapitál a pasiva</i>		
<i>Základní kapitál a rezervní fondy</i>		
Základní kapitál	11 444	11 444
Emisní ážio	9 078	--
Ostatní rezervní fondy	6 034	6 942
Rozdíly z přepočtu	6 638	4 244
Ostatní změny ve vlastním kap.	(757)	(1 377)
Nerozdělený zisk	96 604	109 511
Základní kapitál a rezervní fondy	129 041	130 764
<i>Dlouhodobé závazky</i>		
Bankovní úvěry	95 450	125 512
Ostatní závazky	103	55
Odložený daňový závazek	10 686	12 337
Dlouhodobé závazky celkem	106 239	137 904
<i>Krátkodobé závazky</i>		
Závazky z obchodních vztahů a jiné závazky	13 419	33 943
Daňové závazky	1 734	95
Krátkodobá část bankovních úvěrů	788	226
Rezervy	--	11
Krátkodobé závazky celkem	15 941	34 275
Pasiva celkem	122 180	172 179
Vlastní kapitál a pasiva celkem	251 221	302 943

Konsolidovaný přehled o peněžních tocích za rok 2011 a 2010 ve zkrácené podobě

Neauditované výkazy připravené v souladu s Mezinárodními standardy účetního výkaznictví (IFRS)
(v tis. EUR)

	2010 (auditované)	2011 (neauditované)
Zisk před zdaněním	21 898	18 283
<i>Úpravy o:</i>		
Odpisy	16 353	9 213
Kursově změny	(2 095)	(172)
Úrokové náklady	3 300	4 281
Změny v přecenění úrokových swapů na reálnou hodnotu	(1 162)	(765)
Ostatní změny ve vlastním kapitálu	(938)	(620)
Ostatní finanční výnosy/(náklady)	8	(55)
Peněžní toky z provozní činnosti		
Pokles/(růst) stavu zásob	(320)	(3 469)
Pokles/(růst) pohledávek	(4 511)	(6 811)
Růst/(pokles) závazků	(1 680)	6 440
Zaplacená daň z příjmů	(1 358)	(5 427)
Peněžní toky z provozní činnosti	29 495	20 898
Peněžní toky z investiční činnosti		
Pořízení dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku	(8 194)	(41 586)
Peněžní toky z investiční činnosti (netto)	(8 194)	(41 586)
Peněžní toky z finanční činnosti		
Růst/(pokles) bankovních úvěrů	(5 657)	34 910
Růst/(pokles) dlouhodobých závazků	76	(48)
Distribuce dividendy	(8 768)	(9 229)
Zaplacené úroky	(2 732)	(3 437)
Ostatní finanční výnosy/(náklady)	(8)	55
Peněžní toky z finanční činnosti (netto)	(17 089)	22 251
Peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty na počátku účetního období	473	4 685
Čistý přírůstek (úbytek) peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů	4 212	1 563
Peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty k 31. prosinci	4 685	6 248

Příloha 5 – Finanční výsledky PEGAS NONWOVENS SA pro roky 2009-2010

(Zdroj: www.pegas.cz)

Konsolidovaný výkaz o úplném výsledku za rok 2010 a 2009 ve zkrácené podobě

Neauditované výkazy připravené v souladu s Mezinárodními standardy účetního výkaznictví (IFRS)
(v tisících EUR)

	2009 (auditované)	2010 (neauditované)	% změna
Výnosy	123 447	148 150	20,0 %
Spotřeba materiálu a služeb	(77 543)	(105 690)	36,3 %
Osobní náklady	(7 551)	(7 996)	5,9 %
Ostatní provozní výnosy/(náklady) (netto)	438	754	72,1 %
EBITDA	38 791	35 218	(9,2 %)
EBITDA marže	31,4 %	23,8 %	(7,6 pb)
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	(15 934)	(16 353)	2,6 %
Provozní zisk	22 857	18 865	(17,5 %)
Kurzové zisky a ostatní finanční výnosy	8 649	11 302	30,7 %
Kurzové ztráty a ostatní finanční náklady	(6 140)	(4 985)	(18,8 %)
Úrokové výnosy	10	16	60,0 %
Úrokové náklady	(3 850)	(3 300)	(14,3 %)
Zisk před zdaněním	21 526	21 898	1,7 %
Daň z příjmu – (náklad)/výnos	(724)	(859)	18,6 %
Čistý zisk po zdanění	20 802	21 039	1,1 %
Ostatní úplný výsledek			
Ostatní změny ve vlastním kap.	181	(938)	n/a
Kurzové rozdíly vzniklé z přepočtu	1 417	4 435	213,0 %
Úplný výsledek za období celkem	22 400	24 536	9,5 %
Čistý zisk na akcii			
Základní čistý zisk na akcii (EUR)	2,25	2,28	
Zředěný čistý zisk na akcii (EUR)	2,25	2,28	

**Konsolidovaný výkaz o finanční situaci k 31. prosinci 2010 a
31. prosinci 2009 ve zkrácené podobě**

Neauditované výkazy připravené v souladu s Mezinárodními standardy účetního výkaznictví (IFRS)
(v tisících EUR)

	31. prosince 2009 (auditované)	31. prosince 2010 (neauditované)
Aktiva		
<i>Dlouhodobý majetek</i>		
Dlouhodobý hmotný majetek	108 865	107 713
Dlouhodobý nehmotný majetek	206	219
Goodwill	87 668	92 583
Dlouhodobý majetek celkem	196 739	200 515
<i>Oběžná aktiva</i>		
Zásoby	13 652	14 741
Pohledávky z obchodních vztahů a	24 983	31 280
Peníze a peněžní ekvivalenty	473	4 685
Oběžná aktiva celkem	39 108	50 706
Aktiva celkem	235 847	251 221
<i>Vlastní kapitál a pasiva</i>		
<i>Základní kapitál a rezervní fondy</i>		
Základní kapitál	11 444	11 444
Emisní ážio	17 846	9 078
Ostatní rezervní fondy	4 396	6 034
Rozdíly z přepočtu	2 203	6 638
Ostatní změny ve vlastním kap.	181	(757)
Nerozdělený zisk	77 203	96 604
Základní kapitál a rezervní fondy	113 273	129 041
<i>Dlouhodobé závazky</i>		
Bankovní úvěry	82 614	95 365
Ostatní závazky	27	103
Odložený daňový závazek	11 471	10 686
Dlouhodobé závazky celkem	94 112	106 154
<i>Krátkodobé závazky</i>		
Závazky z obchodních vztahů a jiné závazky	13 879	13 419
Daňové závazky	1 016	1 734
Krátkodobá část bankovních úvěrů	13 469	873
Rezervy	98	–
Krátkodobé závazky celkem	28 462	16 026
Pasiva celkem	122 574	122 180
Vlastní kapitál a pasiva celkem	235 847	251 221

Konsolidovaný přehled o peněžních tocích za rok 2010 a 2009 ve zkrácené podobě

Neauditované výkazy připravené v souladu s Mezinárodními standardy účetního výkaznictví (IFRS)
(v tis. EUR)

	2009 (auditované)	2010 (neauditované)
Zisk před zdaněním	21 526	21 898
<i>Úpravy o:</i>		
Odpisy	15 934	16 353
Kursově změny	(216)	(2 095)
Úrokové náklady	3 850	3 300
Změny v přecenění úrokových swapů na reálnou hodnotu	(515)	(1 162)
Ostatní změny ve vlastním kapitálu	181	(938)
Ostatní finanční výnosy/(náklady)	(66)	8
Peněžní toky z provozní činnosti		
Pokles/(růst) stavu zásob	(698)	(320)
Pokles/(růst) pohledávek	2 561	(4 511)
Růst/(pokles) závazků	(2 532)	(1 680)
Zaplacená daň z příjmu	649	(1 358)
Peněžní toky z provozní činnosti	40 674	29 495
Peněžní toky z investiční činnosti		
Pořízení dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku	(1 208)	(8 194)
Peněžní toky z investiční činnosti (netto)	(1 208)	(8 194)
Peněžní toky z finanční činnosti		
Růst/(pokles) bankovních úvěrů	(27 363)	(5 657)
Růst/(pokles) dlouhodobých závazků	22	76
Distribuce dividendy	(8 306)	(8 768)
Zaplacené úroky	(3 721)	(2 732)
Ostatní finanční výnosy/(náklady)	66	(8)
Peněžní toky z finanční činnosti (netto)	(39 302)	(17 089)
Peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty na počátku účetního období	309	473
Čistý přírůstek (úbytek) peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů	164	4 212
Peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty k 31. prosinci	473	4 685

Příloha 6 – Finanční výsledky PEGAS NONWOVENS SA pro roky 2008-2009

(Zdroj: www.pegas.cz)

Konsolidovaný výkaz zisku a ztráty

připraven dle mezinárodních standardů účetního výkaznictví (IFRS)

(v tis. EUR)

	2009 (neauditované)	2008 (auditované)
Výnosy	123 447	142 771
Spotřeba materiálu a služeb	(77 543)	(97 098)
Osobní náklady	(7 551)	(6 545)
Ostatní provozní výnosy/(náklady) (netto)	438	363
EBITDA	38 791	39 491
EBITDA marže %	31,4 %	27,7 %
Odpisy	(15 934)	(16 810)
Provozní zisk	22 857	22 681
Marže provozního zisku v %	18,5 %	15,9 %
Kurzové změny a ostatní finanční výnosy/(náklady) (netto)	2 509	(2 230)
Úrokové náklady (netto)	(3 840)	(6 288)
Daň z příjmu – (náklad)/výnos	(724)	726
Čistý zisk	20 802	14 889

Konsolidovaná rozvaha

připravena dle mezinárodních standardů účetního výkaznictví (IFRS)

K 31. prosinci
(v tis. EUR)

	2009 (neauditované)	2008 (auditované)
<i>Dlouhodobý majetek</i>		
Dlouhodobý hmotný majetek	108 865	121 440
Dlouhodobý nehmotný majetek	206	249
Goodwill	87 668	86 154
Dlouhodobý majetek celkem	196 739	207 843
<i>Oběžná aktiva</i>		
Zásoby	13 652	12 731
Obchodní a ostatní pohledávky	24 983	27 360
Peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty	473	309
Oběžná aktiva celkem	39 108	40 400
Aktiva celkem	235 847	248 243
<i>Základní kapitál a rezervní fondy</i>		
Základní kapitál	11 444	11 444
Emisní ážio	17 846	26 152
Zákonný rezervní fond	4 396	2 433
Rozdíly z přepočtu	2 203	786
Ostatní změny ve vlastním kapitálu	181	–
Nerozdělený zisk	77 203	58 364
Základní kapitál a rezervní fondy celkem	113 273	99 179
<i>Dlouhodobé závazky</i>		
Bankovní úvěry	82 614	96 131
Ostatní závazky	27	5
Odložený daňový závazek	11 471	11 378
Dlouhodobé závazky celkem	94 112	107 514
<i>Krátkodobé závazky</i>		
Závazky z obchodních vztahů a jiné závazky	13 977	16 751
Daňové závazky	1 016	79
Krátkodobá část bankovních úvěrů	13 469	24 720
Krátkodobé závazky celkem	28 462	41 550
Vlastní kapitál a pasiva celkem	235 847	248 243

Konsolidovaný přehled o peněžních tocích
připraven dle mezinárodních standardů účetního výkaznictví (IFRS)

(v tis. EUR)

	2009 (neauditované)	2008 (auditované)
Zisk před zdaněním	21 526	14 163
<i>Úpravy o:</i>		
Odpisy	15 934	16 810
Kursově změny	(216)	(330)
Úrokové náklady	3 850	6 362
Změny v přecenění úrokových swapů na reálnou hodnotu	(515)	2 055
Ostatní finanční výnosy/(náklady)	(66)	2 048
Peněžní toky z provozní činnosti		
Pokles/(růst) stavu zásob	(698)	(495)
Pokles/(růst) pohledávek	2 561	(798)
Růst/(pokles) závazků	(2 532)	(2 581)
Zaplacená daň z příjmu	649	(2 119)
Peněžní toky z provozní činnosti	40 493	35 115
Peněžní toky z investiční činnosti		
Pořízení dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku	(1 208)	(18 619)
Peněžní toky z investiční činnosti (netto)	(1 208)	(18 619)
Peněžní toky z finanční činnosti		
Růst/(pokles) bankovních úvěrů	(27 363)	(1 314)
Růst/(pokles) dlouhodobých závazků	22	(96)
Distribuce dividendy	(8 306)	(7 845)
Zaplacené úroky	(3 721)	(5 395)
Ostatní změny ve vlastním kapitálu	181	--
Ostatní finanční výnosy/(náklady)	66	(2 048)
Peněžní toky z finanční činnosti (netto)	(39 121)	(16 698)
Peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty na počátku účetního období	309	511
Čistý přírůstek (úbytek) peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů	164	(202)
Peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty k 31. prosinci	473	309